

Начало аналитического освещения российской угледобывающей отрасли. Мы рекомендуем "Покупать" акции "Распадской" и "Белона"

13 февраля 2007

## Повышение спроса обеспечит рост сектора

**Угольная промышленность России все чаще оказывается в центре внимания инвесторов.** Уголь является наиболее распространенным ископаемым топливом и одним из самых важных энергоносителей в России, которая занимает второе место в мире по величине угольных запасов. Недавние инициативы российского правительства по переводу электростанций с газа на угольное топливо, а также объявление о создании совместного предприятия "Газпрома" и СУЭКа, которое должно стать игроком мирового масштаба на рынке угля и электроэнергии, являются еще одним подтверждением стратегического значения отрасли.

**Потенциал роста угольной промышленности, на наш взгляд, не полностью оценен рынком.** В 1998-2006 годах среднегодовые темпы роста добычи угля в России составили 3.6%, и в дальнейшем их замедление маловероятно, поэтому объем добычи должен увеличиться к 2020 году на 40%. Более того, под влиянием прогнозируемого повышения внутренних цен на газ цены на энергетический уголь, по нашим прогнозам, будут расти в 2007-2011 годах примерно на 20% в год. Коксующийся уголь не так привлекателен, поскольку используется в основном в сталелитейной промышленности; мы полагаем, что в будущем цены на этот сорт угля не сильно изменятся по сравнению с текущим уровнем. В среднесрочной перспективе сочетание роста объемов добычи и повышения цен должно привести к существенному улучшению финансовых показателей российских угольных компаний, особенно тех, которые добывают в основном энергетический уголь.

**Нашими основными фаворитами в отрасли являются ОАО "Распадская" и ОАО "Белон"; мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний.** Выбор инвестиционных инструментов в данном секторе невелик, поскольку на российском рынке торгуются акции лишь нескольких независимых угледобывающих компаний. Большинство производителей входит в состав СУЭКа, крупнейшего в России производителя энергетического угля, или ведущих сталелитейных холдингов. Мы начинаем аналитическое освещение двух независимых компаний – "Распадской" и "Белона" – с рекомендации "Покупать". Их акции обладают потенциалом роста на 18-37% до прогнозируемых цен на основе DCF; оценочные коэффициенты также выглядят привлекательными. Если ликвидность акций "Распадской" и "Белона" повысится и достигнет уровня бумаг других компаний "второго эшелона", прогнозируемая стоимость увеличится, а потенциал роста составит 45-55%.

**В данном отчете также представлены компании "Кузбассразрезуголь" и СУЭК.** Мы не смогли рассчитать прогнозируемые цены акций этих компаний из-за недостаточной прозрачности и явного использования трансфертного ценообразования. Тем не менее, мы попытались приблизительно оценить стоимость компаний на основе активов и ориентировочных финансовых показателей. Мы пришли к заключению о том, что стоимость некоторых дочерних компаний СУЭКа занижена, хотя инвесторам следует учитывать значительные риски, связанные с практикой корпоративного управления. "Кузбассразрезуголь" оказался непривлекательным на основе обеих методологий.

**Основные риски угольной промышленности России заключаются в трансфертном ценообразовании, недостаточной прозрачности и сомнительной практике корпоративного управления.** Кроме того, немалую роль играет низкая ликвидность акций. Серьезные опасения вызывают также такие факторы, как монопольное положение РЖД и рост транспортных расходов.

Мы рекомендуем "Покупать" акции "Распадской" и "Белона"; текущая оценка не полностью отражает будущие темпы роста

	Цена, \$	FV, \$	Потенциал роста	Рекомендация	Рын. кап.		EV		EV/EBITDA		P/E	
	9 фев. 07	(кон.-2007)			\$ млн.	\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
Белон	37.13	43.81	18%	Покупать	427	659	10.9	5.7	4.4	16.7	7.3	5.5
Распадская	2.06	2.83	37%	Покупать	1,611	1,893	7.4	5.9	5.1	15.2	10.0	8.0
<b>Среднее</b>							<b>9.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>15.9</b>	<b>8.6</b>	<b>6.8</b>

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....</b>	<b>3</b>
Рост популярности угля благодаря повышению цен на газ.....	3
<b>ОТРАСЛЕВОЙ ОБЗОР.....</b>	<b>19</b>
Темпы развития мировой угольной промышленности вряд ли замедлятся ....	19
Угольная промышленность России набирает обороты .....	24
<b>ОБЗОР КОМПАНИЙ .....</b>	<b>34</b>
"Распадская": продуманная стратегия роста .....	34
"Белон": угледобывающая компания с диверсифицированными источниками выручки .....	47
"Кузбассразрезуголь": большой потенциал, низкая прозрачность .....	56
СУЭК: создание нового гиганта при поддержке "Газпрома" .....	61
<b>ОЦЕНКА СТОИМОСТИ.....</b>	<b>64</b>
Стоимость "Распадской" и "Белона" занижена .....	64

# ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

## РОСТ ПОПУЛЯРНОСТИ УГЛЯ БЛАГОДАРЯ ПОВЫШЕНИЮ ЦЕН НА ГАЗ

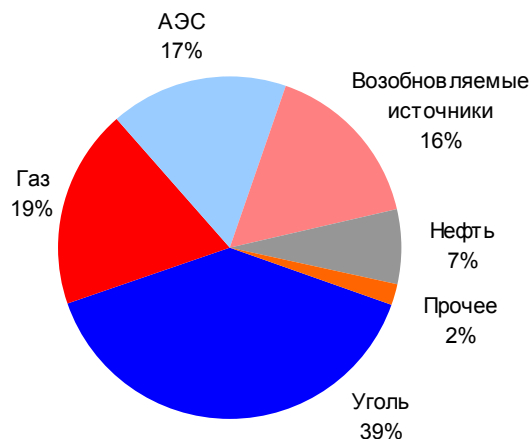
Уголь является наиболее распространенным ископаемым топливом и одним из самых важных энергоносителей в России и мире. После распада СССР рынок угля в России переживал серьезные трудности, однако в последнее время его конъюнктура улучшилась благодаря реструктуризации, приватизации и консолидации. В 1998-2006 годах среднегодовые темпы роста добычи угля в России составили 3.6%, и в дальнейшем они вряд ли замедлятся, поэтому объем добычи должен увеличиться к 2020 году на 40%. Добыча энергетического угля в России представляется нам привлекательным сегментом, поскольку цены на этот вид топлива будут расти в 2007-2011 годах на 20% в год под влиянием таких факторов, как повышение цен на газ и стремление правительства сместить топливный баланс в электроэнергетике с газа на уголь. На производителях коксующегося угля благоприятно скажется значительный объем потребления российских сталелитейных компаний, а также стабильность внутренних цен. Нашими основными фаворитами среди публичных компаний являются "Распадская" и "Белон" – они относительно независимы, достаточно прозрачны, отличаются высоким прогнозируемыми темпами роста в среднесрочной перспективе. Мы рекомендуем **"Покупать"** акции обеих компаний, потенциал роста их котировок, по нашим оценкам, составляет 18-37%. Кроме того, мы подготовили оценку двух менее прозрачных производителей – "Кузбассразрезуголя" и СУЭКа – и пришли к заключению, что некоторые дочерние предприятия СУЭКа можно назвать привлекательными (хотя покупка их акций будет весьма спекулятивной), в отличие от "Кузбассразрезугля". Основные риски для инвесторов – это недостаточная прозрачность, неважная практика корпоративного управления, трансфертное ценообразование, ликвидность и транспортные расходы.

### Мировой рынок угля по-прежнему на подъеме

**Уголь является наиболее распространенным ископаемым топливом и одним из наиболее важных источников энергии в мире.** Существует два основных вида угля: энергетический и коксующийся. Первый используется, главным образом, для выработки электроэнергии, второй – для выплавки стали. По данным International Energy Agency (IEA), в 2005 году около 40% мировой электроэнергии и 66% сталелитейной продукции было произведено с помощью угля.

Уголь является одним из самых доступных источников энергии, поэтому, учитывая постоянный рост спроса на электроэнергию со стороны развитых стран и повышение цен на нефть и газ, мы считаем, что значительная роль угля в мировом производстве электроэнергии сохранится.

**Примерно 39% мирового объема электроэнергии вырабатывается с помощью угля**



Источник: World Coal Institute

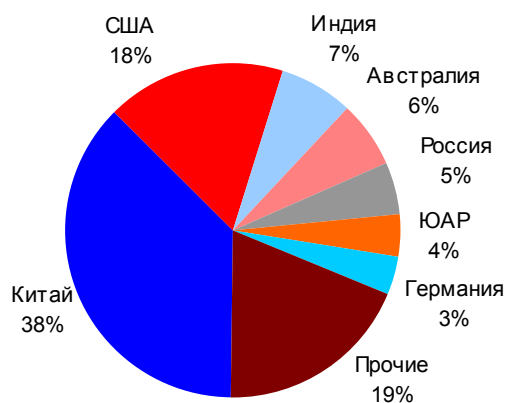
**Доказанных мировых запасов угля достаточно для добычи в течение почти 160 лет.** Согласно данным BP Statistical Review, в конце 2005 года совокупный объем мировых запасов угля составлял порядка 909 млрд. т. Если исходить из объема добычи в 2005 году, их хватит на 155 лет. Россия занимает второе место по запасам угля (17% мирового показателя), которые можно эксплуатировать в течение 527 лет с учетом объема добычи в 2005 году. На долю первой пятерки, в которую входят США, Россия, Китай, Индия и Австралия, приходится более 75% совокупных доказанных запасов.

#### Россия занимает второе место в мире по запасам угля

млн. т								
Страна	Каменный уголь	Бурый и низкосортный уголь	Всего	%	Производство 2005	Запасы/добыча, лет		
США	111,338	135,305	246,643	27%	1,028	240		
<b>Россия</b>	<b>49,088</b>	<b>107,922</b>	<b>157,010</b>	<b>17%</b>	<b>298</b>	<b>527</b>		
Китай	62,200	52,300	114,500	13%	2,190	52		
Индия	90,085	2,360	92,445	10%	426	217		
Австралия	38,600	39,900	78,500	9%	369	213		
ЮАР	48,750	0	48,750	5%	247	198		
Казахстан	28,151	3,128	31,279	3%	86	362		
Украина	16,274	17,879	34,153	4%	78	436		
Прочие	34,285	71,499	105,784	12%	1,131	94		
<b>Всего</b>	<b>478,771</b>	<b>430,293</b>	<b>909,064</b>	<b>100%</b>	<b>5,853</b>	<b>155</b>		

Источник: BP Statistical Review

**В 2005 году в мире было добыто 5.9 млрд. т угля, доля России – 5%**



Источник: BP Statistical Review

**Заключение: благодаря высоким макроэкономическим показателям возникли предпосылки для наращивания мировой добычи угля**

Мы считаем, что в условиях благоприятной макроэкономической конъюнктуры цены на уголь и объемы добычи в будущем будут расти под влиянием следующих факторов:

1. Нестабильность цен на нефть и газ, а также прогноз их постоянного роста положительно скажутся на спросе и ценах на энергетический уголь.
2. Неопределенность перспектив использования альтернативных источников производства электроэнергии, таких как атомная энергия и ветер; в результате принятия законов об охране окружающей среды ЕС планирует закрыть часть АЭС.
3. Дешевизна угля за счет огромных запасов и относительной доступности.
4. Внедрение "чистых" технологий использования угля с пониженным выделением CO<sub>2</sub>, уголь становится более экологичным по сравнению с нефтью и газом.
5. Продолжающийся экономический подъем в развивающихся странах, таких как Бразилия, Россия, Индия и Китай.

**Угледобывающая промышленность в России на пороге роста**

**Российский рынок угля возрождается после длительного спада**

Россия занимает второе место в мире по запасам угля после США. Согласно данным исследований, проведенным на основе методологии "Росинформугля", несколько отличающейся от принятой в США системы классификации, они составляют 198 млрд. т (более подробно см. "Отраслевой обзор" данного отчета). Основные залежи российского угля расположены в Сибири (почти 80%), причем крупнейший угольный бассейн находится в Кузбассе. Удельный вес коксующегося угля составляет всего 20% совокупных запасов. Заметим, что в данном отчете мы используем в большинстве случаев данные за 2005 год, т.к. официальные данные за 2006 год еще не опубликованы.

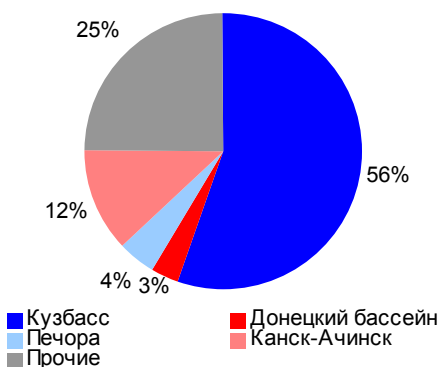
**Крупнейшие залежи угля расположены в Сибири (Кузбасский угольный бассейн)**

млрд. т	Энергетический и прочий	Запасы угля Коксующийся	Всего
Северо-Западный	4.8	3.3	8.1
Южный	6.3	0.3	6.6
Приволжский	1.0	0.2	1.2
Уральский	1.1	0.0	1.1
Сибирский	125.5	32.1	157.6
Дальневосточный	15.8	4.3	20.1
Прочие	3.4	0.0	3.4
<b>Всего</b>	<b>157.9</b>	<b>40.2</b>	<b>198.1</b>

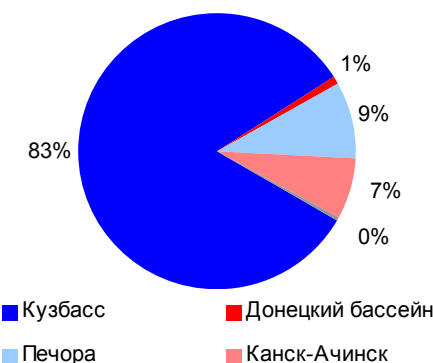
Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

**В 2005 году в Кузбассе добыто 56% всего российского угля, в том числе – 83% коксующегося угля**

Совокупное производство угля, 296 млн. т



Производство коксующегося угля, 70 млн. т



Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

После распада СССР российский рынок угля переживал серьезные трудности, однако положение отрасли существенно изменилось в лучшую сторону благодаря реструктуризации, приватизации и консолидации. В 1988-1998 годах объем добычи угля в России упал на 45% с 426 млн. т до 232 млн. т. Однако, начиная с 1999 года он начал восстанавливаться, и в прошлом году достиг 309 млн. т. Правительство России намерено довести добычу угля до 310-340 млн. т к 2010 году и 430 млн. т к 2020 году.

### В 1998-2006 годах среднегодовые темпы добычи угля в России составили 3.6%



\*Данные до 1999 года недоступны

Источник: BP Statistical Review, "Росинформуголь", оценки "Атона"

В прошлом году объем добычи угля составил 309 млн. т, при этом более 70% было использовано внутри страны. По оценкам Министерства энергетики США, к 2030 году объем внутреннего потребления вырастет почти на 75% и достигнет 380 млн. т.

### На долю СУЭКа и "Кузбассразрезугля" пришлось порядка 43% совокупной добычи за 2005 год

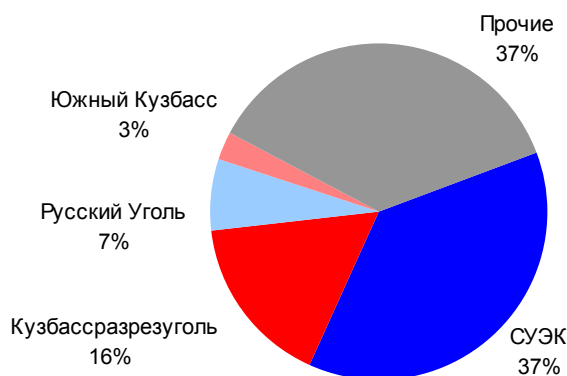
млн. т Компания	Добыча			Экспорт		
	2004	2005	В год. сопост.	2004	2005	В год. сопост.
СУЭК	80	84	6%	14.2	18.2	28%
Кузбассразрезуголь	41	42	2%	17.6	17.9	2%
Южкузбассуголь	18	19	4%	5.1	5.2	2%
Южный Кузбасс	15	16	3%	6.9	7.1	3%
Русский Уголь	16	16	2%	N.A.	N.A.	N.A.
ВоркутаУголь	13	13	2%	N.A.	N.A.	N.A.
Сибуглемет	12	12	5%	3	3.1	3%
Рападская	11	11	4%	N.A.	N.A.	N.A.
СДС (Сибирский Деловой Союз)	9	11	24%	6	6.3	5%
Якутуголь	9	11	19%	4.5	4.5	0%
Прокопьевскуголь	5	5	4%	N.A.	N.A.	N.A.
Прочие	60	56	-6%	N.A.	N.A.	N.A.
<b>Всего</b>	<b>287</b>	<b>296</b>	<b>3%</b>	<b>76.1</b>	<b>80.1</b>	<b>5%</b>

Источник: СУЭК, данные компаний, оценки "Атона"

### Российский рынок энергетического угля готов к росту

На российском рынке энергетического угля есть несколько крупных участников: СУЭК, "Кузбассразрезуголь", "Русский уголь" и "Южный Кузбасс". В совокупности они обеспечили приблизительно 65% добычи энергетического угля в России в 2005 году. Основными потребителями энергетического угля в России являются дочерние компании РАО "ЕЭС России" и, хотя и в меньшей степени, независимые энергетические компании, а также коммунальные хозяйства.

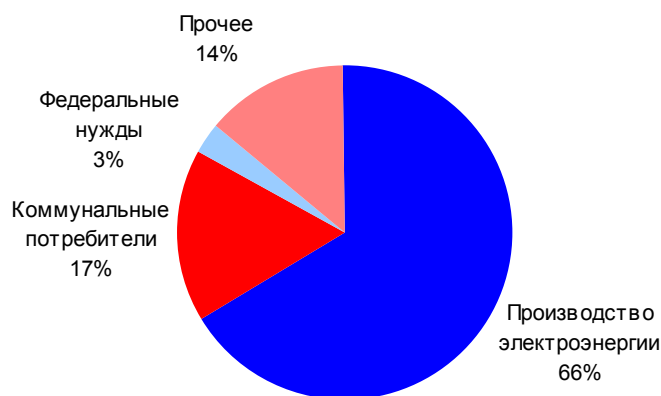
### СУЭК занял первое место по объему добычи энергетического угля в России в 2005 году



Источник: СУЭК, данные компаний, оценки "Атона"

Объем потребления энергетического угля в России, по данным СУЭКа, составляет в настоящее время около 190 млн. т, причем 66% продается производителям электроэнергии (в основном – РАО "ЕЭС России").

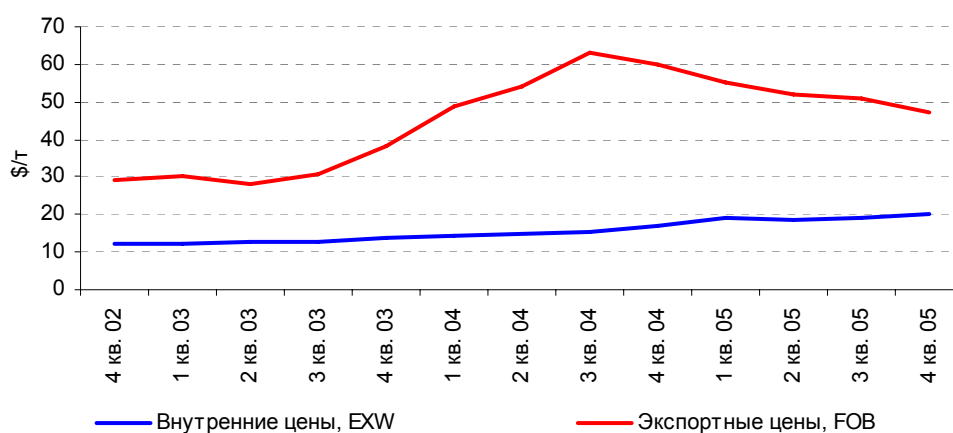
### Производители электроэнергии потребляют порядка 66% энергетического угля



Источник: СУЭК, оценки "Атона"

**Разница между внутренними и экспортными ценами обусловлена политическими и экономическими факторами, а также причинами, связанными с охраной окружающей среды.** Монополия покупателя в лице РАО "ЕЭС России" привела к возникновению непростой ценовой конъюнктуры для производителей энергетического угля, поэтому внутренние цены на российский энергетический уголь существенно отличаются от экспортных. На ценах внутреннего рынка сказывается неявное регулирование со стороны РАО и других крупнейших потребителей, тогда как стоимость экспортных поставок определяется рыночными и экономическими факторами (предложение/спрос и т.д.).

**В предыдущие годы отмечалась значительная разница между внутренними и экспортными ценами на российский энергетический уголь**



Источник: "Росинформуголь", оценки "Атона"

**Внутренние цены на энергетический уголь будут расти вслед за ценами на газ**

**Природный газ является основным сырьем для выработки электроэнергии в России.** Однако уголь может заменить газ, поэтому цены на уголь зависят от колебаний газовых цен. В ноябре 2006 года правительство России приняло решение о повышении тарифов на газ для промышленных потребителей на 15% в 2007 году, на 25% в 2008 году, на 13% каждые полгода в 2009 году, на 13% в первом полугодии 2010 года и на 12% во второй половине. Таким образом, к 2011 году внутренние цены на газ вырастут более чем на 100% и приблизятся к отметке \$100/тыс. куб м.

**Владимир Путин еще раз подтвердил, что топливный баланс в электроэнергетике России должен сместиться от газа к углю.** Для этого потребуется построить новые электростанции, работающие на энергетическом угле. В настоящее время в России их только 16%, тогда как в Европе – 30-35%, а в Германии – 50% от совокупного количества электроэнергетических мощностей.

**Объявленный на прошлой неделе "Газпромом" и СУЭКом план создания новой крупной генерирующей электроэнергетической компании** также подтверждает растущее значение энергетического угля. Намерение создать такое СП укрепляет нашу уверенность в том, что угольной промышленности России гарантировано повышенное внимание со стороны инвесторов.

**Итак, по нашим прогнозам, внутренние цены на энергетический уголь будут расти в 2006-2011 годах такими же темпами, как цены на природный газ.** Средневзвешенная стоимость угля увеличится с \$22/т до \$48/т и стабилизируется на этом уровне в последующий период. Принимая во внимание огромные залежи бурого энергетического угля в России и благоприятную ценовую конъюнктуру, мы считаем, что добыча угля будет расти, что приведет к замедлению роста цен после 2011 года. Кроме того, падение цен на мировом рынке скажется на внутренних ценах.

**Мы полагаем, что экспортные цены также будут расти, но более медленными темпами.** Мы прогнозируем рост экспортных цен на энергетический уголь на 2% за счет увеличения объема потребления в странах Азии. Средневзвешенные цены вырастут в 2006-2011 годах с \$54/т до \$59/т и останутся на этом уровне в последующий период. Хотя темпы экономического роста в странах Азии могут достигать в среднем 5-9%, резкого скачка цен не произойдет из-за поставок угля, добываемого на недавно открытых месторождениях или только что введенных в эксплуатацию шахтах, а также роста объема добычи мировых производителей.



**Внутренние цены на энергетический уголь будут расти такими же темпами, как цены на газ**

	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Природный газ, \$/тыс. куб. м	46	55	69	80	98	108
В год. сопост.	17%	20%	25%	16%	23%	10%
Внутренние цены на энергетический уголь, EXW	22	27	34	39	48	48
В год. сопост.	12%	20%	25%	16%	23%	0%
Экспортные цены на энергетический уголь, FOB	54	55	56	57	58	59
В год. сопост.	3%	2%	2%	2%	2%	2%

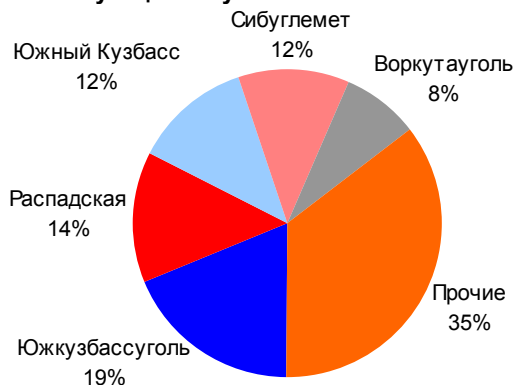
\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

**Цены на российском рынке коксующегося угля будут более стабильными**

На российском рынке коксующегося угля есть несколько независимых участников, однако большинство производителей входит в состав ведущих российских сталелитейных холдингов. По этой причине данный рынок отличается достаточной стабильностью; кроме того, он в некоторой степени изолирован от мирового рынка, поэтому внутренние цены меньше подвержены колебаниям по сравнению с экспортными ценами.

**В 2005 году на долю пяти крупнейших производителей приходилось 65% совокупного объема коксующегося угля**

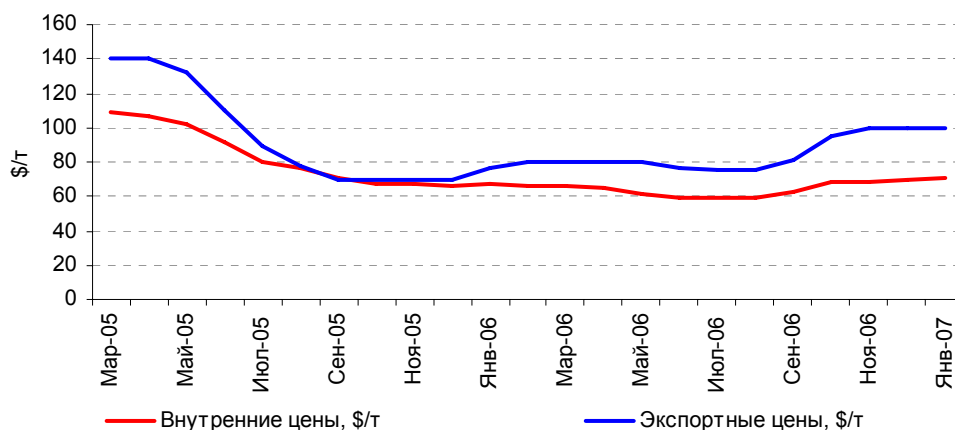


Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

**Экспортные цены на коксующийся уголь снизятся, внутренние цены вырастут незначительно**

Цены на коксующийся уголь, так же как цены на энергетический уголь, зависят от типа угля (качество и коксуюемость) и конъюнктуры рынка, на который этот уголь поставляется. Производители предпочитают вывозить за рубеж более качественный уголь, а оставшуюся часть продают внутри страны. Отчасти по этой причине экспортные цены опережают внутренние. Достигнув максимума в 2005 году, цены на коксующийся уголь упали вслед за снижением цен на сталь, а затем стабилизировались. В последнее время наблюдается рост цен, как на внутреннем, так и на экспортном рынке.

**Экспортные цены на коксующийся уголь, как правило, превышают внутренние цены**



Источник: Metalcourier

**Как уже отмечалось выше, российский рынок коксующегося угля почти не подвержен** влиянию внешних факторов. Благодаря этому сталелитейные и горнодобывающие компании работают в условиях относительной стабильности цен и получают премию по сравнению с мировыми ценами.

**Экспортные цены на коксующийся уголь снизятся, внутренние цены немного вырастут**

\$/т	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Коксующийся уголь (ГЖ)	80	62	63	63	64	64	65
Коксующийся уголь (Ж)	96	76	77	78	79	80	80
Коксующийся уголь (КО)	80	61	61	62	62	63	64
Коксующийся уголь (КС)	80	58	59	60	60	61	61
<b>Среднее, внутренний рынок</b>	<b>84</b>	<b>64</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
<b>Коксующийся уголь, экспорт</b>	<b>97</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>67</b>	<b>67</b>

\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: Metalcourier, оценки "Атона"

**Мировые рынки коксующегося угля отличаются более высокой волатильностью.** По данным MBR, на недавних переговорах между азиатскими и австралийскими производителями было подтверждено решение о снижении цен на коксующийся уголь. Австралийские производители согласились на ежегодное снижение стоимости антрацита на 15-20% и установили диапазон цен на 2007 год: от \$85/т до \$98/т. MBR также сообщает о том, что из-за резкого падения цен в этом году некоторые крупные производители угля решили заморозить часть проектов по строительству новых шахт. Таким образом, мы полагаем, что в этом году крупным мировым производителям удастся установить контроль над поставками, чтобы попытаться вернуть цены на прежний уровень. Мы прогнозируем незначительное снижение цен с 2008 года под влиянием замедления темпов роста мировой сталелитейной промышленности. В долгосрочной перспективе восстановится паритет внутренних и экспортных цен (как было в конце 2005 года).

**Заключение: рост объема добычи и цен энергетического угля, стабильность на рынке коксующегося угля**

Уголь является самым распространенным ископаемым топливом и одним из самых важных источников энергии в России, которая занимает второе место в мире по его запасам. Значение угольной промышленности России нашло весомое подтверждение в государственной стратегии развития электроэнергетики, предусматривающей реструктуризацию РАО "ЕЭС России", повышение внутренних тарифов на газ и смещение топливного баланса в электроэнергетике от газа к углю. Объявленный на прошлой неделе "Газпромом" и СУЭКом план создания новой крупной генерирующей энергокомпании также подтверждает растущее значение энергетического угля.

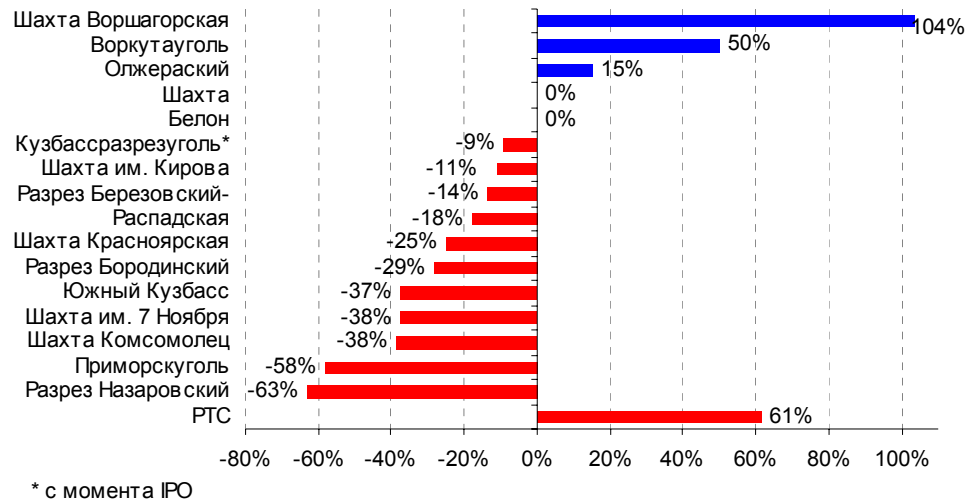
Мы считаем, что под влиянием данных факторов цены на энергетический уголь в России будут расти в 2007-2011 годах примерно на 20% в год, при этом повышение объема добычи в этом сегменте благоприятно скажется на финансовых результатах производителей угля. Коксующийся уголь представляется нам менее привлекательным, поскольку используется в основном при выплавке стали. По нашим прогнозам, в 2007-2012 годах цены на экспортных рынках снизятся из-за увеличения предложения и уменьшения спроса, тогда как цены на внутреннем рынке останутся стабильными.

## После неудачного 2006 года акции угольных компаний начинают восстанавливать позиции

На российских биржах торгуются акции целого ряда угольных компаний, при этом основными факторами риска для инвесторов являются низкая ликвидность, недостаточная прозрачность и уровень корпоративного управления. Большую часть производителей энергетического угля контролирует СУЭК, тогда как большая часть производителей коксующегося угля консолидирована в составе российских сталелитейных компаний. Поэтому мы ограничили выбор двумя компаниями – ОАО "Распадская" и ОАО "Белон". Это относительно независимые производители, акции которых отличаются достаточной ликвидностью. Мы построили полные модели оценки этих компаний, и считаем, что акции "Распадской" и "Белона" могут представлять интерес для инвесторов.

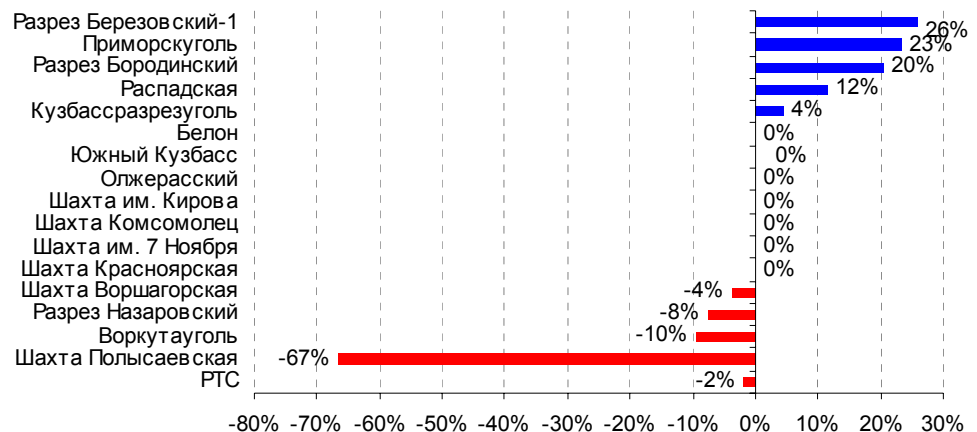
Акции угольных компаний подешевели в среднем на 11% в 2006 году, в связи с низким спросом на уголь и относительно невысокими ценами, хотя в 2007 году началось некоторое улучшение.

### Котировки угольных компаний упали в среднем на 11% в 2006 году...



Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

### ...но частично восстановили позиции с начала этого года



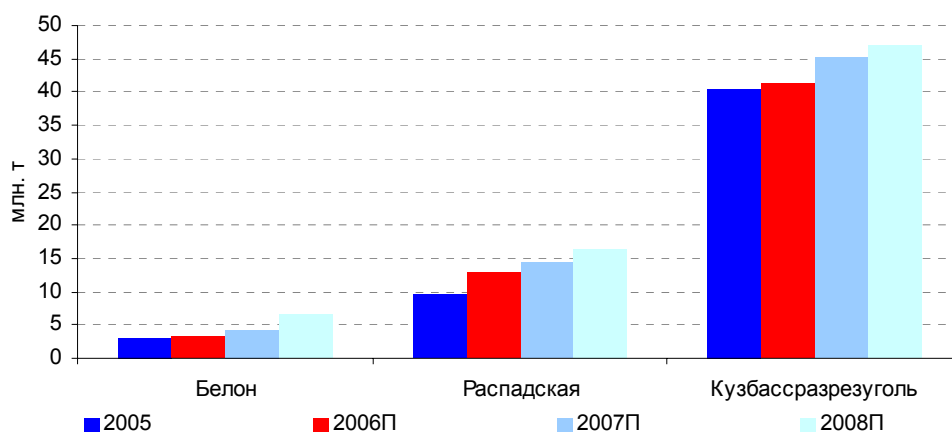
Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

## Мы прогнозируем рост выручки угольных компаний в 2007-2008 годах

В наши модели заложены предположения о том, что объемы производства угля будут расти в результате расширения существующих мощностей и строительства новых рудников и предприятий, а также о том, что капиталовложения будут увеличиваться в связи с ростом производства. Цены на энергетический уголь, по нашим прогнозам, будут расти, а цены на коксующийся уголь останутся относительно стабильными. Мы также предположили, что затраты будут расти в соответствии с инфляцией, но их рост будет замедляться благодаря повышению эффективности. Наш предположения на ближайшую перспективу основываются, в первую очередь, на результатах наших встреч и бесед с менеджментом компаний, а также на прогнозах самих компаний.

По оценкам "Белона", объемы добычи энергетического и коксующегося угля могут расти соответственно на 35% и 22% в год в 2007-2012 годах, при этом увеличение объемов добычи коксующегося угля ожидается в связи с планируемым пуском шахты "Костромовская" в 2008 году. "Распадская" прогнозирует, что объем добычи коксующегося угля вырастет с текущего уровня около 10.6 млн. т до 17 млн. т к 2010 году, при этом значительную часть роста должна обеспечить новая шахта "Распадская", которая должна производить 3 млн. т коксующегося угля марки "К" в год. "Кузбассразрезуголь" (KZRU) не сообщил о своих планах, поэтому мы используем в наших прогнозах консервативные темпы роста добычи на 4% в год.

### Среднегодовые темпы роста производства угля "Кузбассразрезуголь", "Распадской" и "Белона" в 2006-2008 годах могут составить 19%



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Многие российские производители угля, в особенности – занимающиеся добычей коксующегося угля, испытывали трудности в 2006 году, поэтому мы не ожидаем, что они опубликуют высокие показатели за 2006 год. Однако мы ожидаем, что в 2007-2008 годах угольные компании получат более высокую операционную прибыль благодаря планируемому увеличению поставок и прогнозируемому росту цен.

Мы ожидаем, что "Белон" добьется высоких показателей в 2007 году благодаря увеличению поставок энергетического угля и повышению цен, прежде всего – на внутреннем рынке. "Белон" также может добиться значительного роста EBITDA в результате усиления контроля над затратами и роста доли продукции с более высокой добавленной стоимостью в совокупном объеме поставок. Выручка "Распадской" должна увеличиться в 2007 году благодаря росту объемов производства и некоторому повышению цен на коксующийся уголь на внутреннем рынке.

Планируемое компанией увеличение производства концентрата должно привести к дальнейшему сокращению затрат и положительно отразиться на рентабельности.

### Слабые финансовые результаты 2006 года должны смениться высокими показателями в 2007-2008 годах

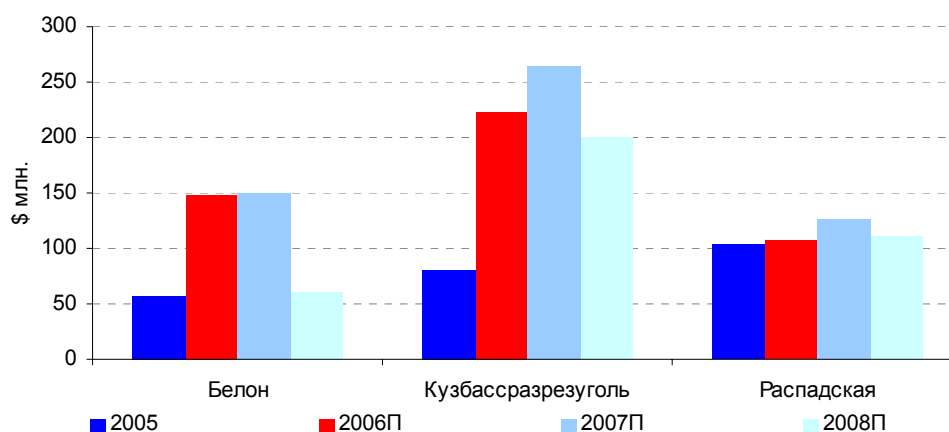
\$ млн.	2005	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.
<b>Выручка</b>							
Белон	440	370	-16%	415	12%	435	5%
Кузбассразрезуголь*	753	835	11%	1,097	31%	1,426	30%
Распадская	541	463	-14%	591	28%	690	17%
<b>ЕВИТДА</b>							
Белон	66	60	-8%	117	93%	149	28%
Кузбассразрезуголь*	105	147	41%	273	85%	359	32%
Распадская	322	255	-21%	323	26%	374	16%
<b>Чистая прибыль</b>							
Белон	34	26	-26%	59	129%	78	32%
Кузбассразрезуголь*	9	39	327%	95	142%	136	44%
Распадская	165	104	-37%	157	51%	195	24%

\* с учетом сохранения трансфертного ценообразования

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Производители угля объявили об агрессивных программах капиталовложений, направленных на увеличение добычи в результате строительства или приобретения новых активов и расширения существующих мощностей.

### Угольные компании планируют большие капиталовложения в 2007-2008 годах



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

### Заключение: Мы прогнозируем сильный рост операционных и финансовых показателей в 2007-2008 годах

Мы ожидаем, что после слабого 2006 года производители угля в будущем улучшат свои финансовые показатели, прежде всего – благодаря увеличению объемов производства. Рост цен на уголь с опережением темпов инфляции (на 20% в год при инфляции на уровне 9%) благодаря увеличению доли продукции с высокой добавленной стоимостью (в частности, увеличение доли концентратов за счет сокращения поставок первичного угля) позволит улучшить операционную рентабельность. Производство энергетического угля позволит "Белону" значительно увеличить выручку в 2007 году по сравнению с прошлым годом. Мы ожидаем, что выручка "Распадской" будет расти, в первую очередь, благодаря увеличению объемов добычи и отчасти в связи с небольшим повышением цен на коксующийся уголь в 2007 году. Капиталовложения компании должны достичь максимальной величины в 2007 году. Прежде всего, они будут направлены на увеличение объемов производства путем строительства и приобретения новых активов, а также расширения существующих мощностей.

## Оценка стоимости: "Распадская" и "Белон" недооценены на основе модели DCF

Мы используем модель DCF для расчета прогнозируемой стоимости "Распадской" и "Белона". Обе компании не используют трансфертное ценообразование и характеризуются достаточной прозрачностью, что позволяет нам построить релевантный прогноз выручки и затрат. Исходя из наших прогнозов финансовых показателей и допущений, заложенных в модель DCF, прогнозируемые цены акций "Распадской" и "Белона" на конец 2007 года подразумевают потенциал роста котировок на 37% и 18% соответственно по сравнению с ценой закрытия торгов в минувшую пятницу. Мы рекомендуем **"Покупать"** акции обеих компаний. Однако, учитывая низкую ликвидность акций (в особенности акций "Белона"), потенциал роста или снижения котировок может существенно измениться из-за спреда между ценой спроса и предложения.

### Обе компании выглядят недооцененными на основе модели DCF

	Распадская	Белон
Остаточные темпы роста	3%	5%
Стоимость акционерного капитала	17.34%	20.97%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	1.40
Прогнозируемый коэффициент beta	1.50	1.75
Стоимость обслуживания долга (после налогов)	4.56%	7.60%
WACC	13.50%	15.62%
Прогнозируемая цена 2007П	2.83	43.81
Текущая цена (9 февраля 2007)	2.06	37.13*
Потенциал роста/снижения	37%	18%
Рекомендация	Покупать	Покупать

\* среднее между ценами заявок на покупку и продажу

Источник: оценки "Атона"

Ликвидность играет ключевую роль в нашей методологии оценки. Более высокий коэффициент beta (отражающего низкую ликвидность) ведет к повышению средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и, в конечном итоге, к снижению прогнозируемой стоимости. Как видно из следующей таблицы, прогнозируемая стоимость обеих компаний может значительно вырасти в случае повышения ликвидности акций. Данное соображение имеет особенно большое значение для "Белона", который планирует разместить акции в Лондоне в конце 2008 или начале 2009 года.

### Низкая ликвидность отрицательно сказывается на наших прогнозируемых ценах "Распадской" и "Белона"

	Beta = 1	Beta = 1.5	Beta = 1.75
Прогнозируемая цена Распадской, конец 2007, \$	3.80	2.83	2.50
Потенциал роста/снижения	85%	37%	21%
Прогнозируемая цена Белона, конец 2007, \$	84.69	53.73	43.81
Потенциал роста/снижения	128%	45%	18%

Источник: оценки "Атона"

### Сравнительная оценка также свидетельствует о том, что "Распадская" и "Белон" недооценены

Результаты сравнительной оценки также указывает на то, что "Распадская" и "Белон" остаются недооцененными по сравнению с аналогами на развитых и развивающихся рынках. На наш взгляд, дисконт объясняется, в первую очередь, низкой ликвидностью акций обеих компаний. Низкая цена акций "Распадской" может также отчасти объясняться тем, что компания сосредоточена на производстве коксующегося угля, так как цены на коксующийся уголь, по прогнозам, будут расти гораздо медленнее цен на энергетический уголь. В то же время, если предположить, что ликвидность повысится, значительные перспективы увеличения объемов добычи "Распадской" и "Белона" могут служить основанием для премии по сравнению с аналогами, отличающимися более умеренными перспективами добычи. В целом, мы

считаем, что премия за более значительные перспективы роста должна компенсировать дисконт за низкую ликвидность. Это означает, что акции "Распадской" и "Белона" в будущем вполне могут торговаться на уровне, соответствующем средним коэффициентам аналогов.

### "Распадская " и "Белон" выглядят недорогими по сравнению с аналогами

	Цена, \$ 9-Фев-07	Валюта	Рын. кап. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/EBITDA <sup>3</sup>			P/E <sup>2,3</sup>		
					2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
<b>Россия<sup>1</sup></b>										
Белон	37.13	USD	427	659	10.9	5.7	4.4	16.7	7.3	5.5
Распадская	2.06	USD	1,611	1,893	7.4	5.9	5.1	15.2	10.0	8.0
<b>Среднее</b>					<b>9.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>15.9</b>	<b>8.6</b>	<b>6.8</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Yanzhou Coal Mining	0.92	HKD	4,891	4,081	6.3	5.7	5.4	13.7	12.5	11.0
Shanxi Guoyang New Energy	2.24	CNY	1,080	933	6.5	6.1	5.6	13.2	11.9	11.6
China Shenhua Energy	2.57	HKD	46,423	52,797	11.3	10.0	8.8	20.8	16.7	15.0
Shanxi Xishan Coal	1.68	CNY	2,034	2,243	9.3	8.7	8.5	15.9	15.3	14.9
Henan Shen Huo Coal	1.63	CNY	814	987	N.A.	N.A.	N.A.	15.0	11.6	N.A.
Centennial Coal	2.15	AUD	647	1,205	9.7	7.7	5.8	43.7	19.4	11.3
<b>Среднее</b>					<b>8.6</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>20.4</b>	<b>14.6</b>	<b>12.8</b>
<b>Развитые рынки</b>										
Peabody Energy	40.9	USD	10,782	13,753	12.9	9.6	7.5	18.6	13.8	10.8
Arch Coal	30.2	USD	4,287	5,458	9.9	8.4	5.9	17.3	12.2	8.2
Massey Energy	23.5	USD	1,892	2,758	7.8	6.3	5.7	35.9	17.0	13.5
Consol Energy	34.9	USD	6,377	6,841	8.4	7.3	6.1	16.3	13.3	10.7
Foundation Coal	32.0	USD	1,455	2,045	5.2	4.4	4.0	20.0	13.3	8.7
Alpha Natural Resources	14.1	USD	913	1,366	4.6	4.1	3.9	9.0	6.8	5.8
<b>Среднее</b>					<b>8.1</b>	<b>6.7</b>	<b>5.5</b>	<b>19.5</b>	<b>12.7</b>	<b>9.6</b>

<sup>(1)</sup> Рекомендации и прогнозы прибыли Белона и Распадской по оценкам "Атона", остальные показатели по данным Bloomberg и First Call

<sup>(2)</sup> Все показатели EPS от основной деятельности без учета одноразовых статей

<sup>(3)</sup> Мы считаем, что показатели P/E и EV/EBITDA ниже 0 и выше 60 непоказательными

Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки "Атона"

### Два подхода к оценке стоимости "Кузбассразрезугля" и дочерних компаний СУЭКа

В связи с низкой прозрачностью, и судя по всему, имеющему место трансфертному ценообразованию "Кузбассразрезугля" и дочерних предприятий СУЭКа, мы не смогли построить полноценные модели и рассчитать прогнозируемую цену этих компаний. Тем не менее, мы попытались приблизительно оценить их стоимость посредством оценки активов и предполагаемых финансовых показателей.

**Наша методология оценки на основе активов указывает на то, что некоторые дочерние компании СУЭКа являются привлекательными.** Мы оцениваем стоимость российских угольных компаний коэффициентам EV/Добыча и EV/Запасы. Судя по коэффициенту EV/Добыча, все дочерние компании СУЭКа торгуются с дисконтом по отношению к "Белону", "Распадской" и даже "Кузбассразрезуглю". То же самое можно сказать о коэффициенте EV/Запасы – "дочки" СУЭКа в среднем существенно дешевле аналогов. "Кузбассразрезуголь" выглядит недорогим по сравнению с "Белоном" и "Распадской" по коэффициенту EV/Добыча, но остается дороже дочерних компаний СУЭКа. Одна из важнейших причин невысокой оценки дочерних компаний СУЭК связана с качеством добываемого ими угля, так как большая часть их шахт и разрезов производят бурый уголь, и лишь некоторые добывают каменный уголь низкого качества. Уголь "Кузбассразрезугля" отличается более высоким качеством и поставляется на экспорт, поэтому мы считаем, что эта компания заслуживает более высоких коэффициентов оценки, чем предприятия СУЭКа.

**Дочерние компании СУЭКа выглядят недорогими на основе оценки активов, отчасти это связано с низким качеством угля**

На 9 февраля 2007	EV/Производство	EV/Запасы
	\$/т	\$/тыс. т
Белон	200	1,751
Распадская	153	1,105
Южный Кузбасс	87	4,318
Воркутауголь	39	1,482
Кузбассразрезуголь	70	2,415
<b>Дочерние компании СУЭКа</b>		
Шахта им. Кирова	21	89
Шахта Комсомолец	24	474
Шахта Красноярская	17	432
Шахта Полысаевская	11	300
Приморскуголь	20	242
Разрез Березовский-1	21	29
Разрез Бородинский	15	299
Разрез Назаровский	6	73
Шахта им. 7 Ноября	15	997
<b>Среднее</b>	<b>41</b>	<b>1,395</b>

*Источник: данные компаний, оценки "Атона"*

Мы также попытались рассчитать прогнозируемую стоимость шахт (разрезов) СУЭКа и "Кузбассразрезугля", исходя из предполагаемых финансовых показателей, допускающих отсутствие трансфертного ценообразования. Мы используем наши собственные прогнозы добычи, экспортных и внутренних поставок на 2007 год, средних затрат на производство и транспортных расходов. Мы используем различные цены на уголь (в зависимости от качества угля и от компании) для прогнозирования выручки и EBITDA на 2007 год. Наконец, мы применяем коэффициент EV/EBITDA 2007П на уровне 6.5 (среднее арифметическое соответствующих коэффициентов "Распадской" и "Белона") для расчета прогнозируемой стоимости и капитализации добывающих подразделений "Кузбассразрезугля" и СУЭКа.

Мы провели отдельный анализ "Кузбассразрезугля", так как данная компания экспортирует часть продукции, в отличие от большинства дочерних компаний СУЭКа, работающих исключительно на внутренний рынок. "Кузбассразрезуголь" также производит более дорогостоящий коксующийся уголь. Исходя из наших расчетных финансовых показателей, прогнозируемая цена шахт "Полысаевская", "Комсомолец", "Им. Кирова" и "7 ноября" свидетельствует о потенциале роста котировок с текущего уровня. Однако прогнозируемая стоимость "Кузбассразрезугля" при данном подходе значительно ниже текущей рыночной цены акций этой компании.

**Несмотря на потенциал роста котировок, нельзя забывать о больших рисках корпоративного управления в СУЭКе**

СУЭК объявил о планах проведения IPO в 2007 году, перед которым планируется провести консолидацию и реструктуризацию активов, предусматривающую, в частности, выделение активов в Кузбассе, Приморском крае, Красноярском крае и Иркутской области в отдельные дочерние компании. В декабре 2006 года СУЭК объявил о формировании новой крупной дочерней компании "СУЭК-Кузбасс", в которой должны быть консолидированы кузбасские активы компании (в том числе шахты "Им. Кирова" и "7 ноября"). Изначальные условия консолидации выглядят разочаровывающими для миноритариев соответствующих "дочек"; например, СУЭК планирует заплатить \$193 за акцию шахты "7 ноября", что примерно в два раза ниже цены последней сделки с акциями компании, составившей \$370, и на 70% ниже нашей прогнозируемой цены на конец 2007 года (\$633). Таким образом, мы видим риск нарушения интересов интересов миноритариев публичных добывающих предприятий в ходе планируемой консолидации, процесс которой, вероятно, окажется еще более запутанным в связи с созданием объявленного СП с



"Газпромом". В частности, хотя мы находим некоторые дочерние компании СУЭКа потенциально привлекательными с точки зрения оценки активов и предполагаемых финансовых показателей, существует весьма значительный риск, что СУЭК оценит их стоимость гораздо ниже. В этом случае у миноритариев, по всей вероятности, не будет практически никакой возможности повлиять на решение головной компании.

#### Судя по результатам оценки на основе предполагаемых финансовых показателей, отдельные дочерние компании СУЭКа выглядят недооцененными, но СУЭК, возможно, так не считает

2007П	КРУ	Разрез Бородинский	Разрез Назаровский	Разрез Березовский	Приморскуголь	Шахта Полысаевская	Шахта Комсомолец	Шахта им. Кирова	Шахта 7 Ноября
Отгрузка, млн. т	45	19	5	5	4	2	2	4	4
Выручка, \$ млн.	1,821	171	41	50	80	44	50	94	81
ЕВITDA, \$ млн.	377	64	11	13	11	10	17	30	22
<b>EV/ЕВITDA, X</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>
EV, \$ млн.	2,450	417	70	83	74	62	112	197	140
Чистый долг 06П, \$ млн.	391	19	-25	-38	3	1	0	-3	-7
Рын. кап., \$ млн.	2,060	398	95	121	71	61	111	200	147
Кол-во акций*, млн.	6,134	0.365	0.445	0.385	1.092	0.130	0.153	0.275	0.233
<b>FV 2007П, \$</b>	<b>0.34</b>	<b>1,091</b>	<b>214</b>	<b>314</b>	<b>65</b>	<b>470</b>	<b>730</b>	<b>727</b>	<b>633</b>
Цена, \$**	0.47	860	230	440	90	200	400	400	370
Потенциал роста, %	-29%	27%	-7%	-29%	-28%	135%	82%	82%	71%

(\*). Эквивалент обыкновенных акций в обращении с учетом привилегированных акций; (\*\*). Цена последней сделки

Источник: данные компаний, SPARK, оценки "Атона"

## Основными факторами риска являются низкая ликвидность, корпоративное управление и трансфертное ценообразование

Российские угольные компании подвержены внешним и внутренним рискам, способным повлиять на наши прогнозы и рекомендации. Наряду с очевидными факторами риска, такими как цены (цикличность рынка), обеспечение добычи и выполнение бизнес-плана в целом, существуют также риски, связанные с низкой прозрачностью, корпоративным управлением, трансфертным ценообразованием (при отсутствии надежной информации о ценах на продукцию), и относительно высокими тарифами, установленными монополистом "Российские железные дороги".

Повышенное внимание государства к отрасли и поставленная правительством задача изменения топливного баланса в электроэнергетике в сторону угля также может создавать дополнительные факторы риска, способные как понизить стоимость предприятий отрасли, так и создать потенциал ее повышения. Создание нового СП "Газпрома" и СУЭКа может привести к образованию монополии на рынках, где будет работать новая компания (например, в Сибири) и ухудшить ситуацию с трансфертным ценообразованием в СУЭКе.

Инвесторам следует также помнить, что производители угля работают в условиях жесткой конкуренции, а на их показатели могут повлиять валютные, инфляционные, экологические, погодные и технические риски.

## **Заключение: "Белон" и "Распадская" недооценены, мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний**

**Наиболее привлекательными публичными компаниями в российской угольной отрасли, на наш взгляд, являются "Распадская" и "Белон". Мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний.** Среди публичных российских угольных компаний мы считаем наиболее привлекательными "Распадскую" и "Белон", которые являются относительно независимыми, достаточно прозрачными и обладают хорошими перспективами роста. Потенциал роста до прогнозируемой цены на основе DCF составляет 18-37%, а коэффициенты оценки также представляются невысокими, учитывая перспективы роста. Самой серьезной проблемой, на наш взгляд, является низкая ликвидность их акций – если бумаги "Распадской" и "Белона" догонят по ликвидности других российских эмитентов "второго эшелона", потенциал роста котировок увеличится до 45-55%.

**"Кузбассразрезуголь" выглядит непривлекательным; некоторые дочерние компании СУЭКа, возможно, недооценены, но несут в себе значительные риски корпоративного управления.** В связи с низкой прозрачностью и вероятным использованием трансфертного ценообразования мы не смогли построить полноценные модели оценки стоимости "Кузбассразрезугля" публичных дочерних компаний СУЭК. Тем не менее, мы попытались приблизительно оценить их стоимость, исходя из оценки на основе активов и экстраполяции предполагаемых финансовых показателей на будущие периоды. Мы пришли к заключению, что некоторые из дочерних компаний СУЭКа могут оказаться недооцененными, хотя инвесторам не следует забывать о значительных рисках, связанных с качеством корпоративного управления. Мы считаем "Кузбассразрезуголь" непривлекательным при использовании обеих методологий.

# ОТРАСЛЕВОЙ ОБЗОР

## ТЕМПЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ УГОЛЬНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ ВРЯД ЛИ ЗАМЕДЛЯТСЯ

Уголь является наиболее распространенным ископаемым топливом и одним из самых важных источников энергии в мире. Согласно данным International Energy Agency (IEA), сегодня с помощью угля вырабатывается около 40% мировой электроэнергии и выплавляется 66% стали. Если исходить из текущего уровня добычи, совокупных доказанных мировых запасов угля хватит почти на 160 лет, тогда как нефти – на 40 лет, газа – на 70 лет. Пять стран обладают более 75% совокупных доказанных запасов – это США, Россия, Китай, Индия и Австралия, причем в тройку ведущих угледобывающих стран входит Китай, США и Индия. Российский угольный рынок переживал сложные времена после 1992 года, однако положение улучшилось благодаря проведению реструктуризации, приватизации и консолидации. В 1998-2006 годах среднегодовые темпы роста совокупного объема добычи угля в России составляли 3.6%. Их замедление вряд ли произойдет, поэтому объем добычи должен увеличиться к 2020 году на 40%. Добыча энергетического угля в России представляется нам привлекательным сектором, поскольку цены на это топливо резко вырастут в 2007-2011 годах а результате скачка цен на газ. На производителей коксующегося угля благоприятно скажутся высокие темпы роста потребления угля в российской сталелитейной промышленности.

### В мире будет добываться все больше угля

Уголь является наиболее распространенным ископаемым топливом и одним из самых важных источников энергии. Согласно заключению World Coal Institute, уголь является горючей осадочной органической породой, состоящей в основном из углерода, водорода и кислорода. Она формировалась из растительности, которая скапливалась между слоями другой породы и видоизменялась под воздействием давления и температуры в течение миллионов лет до образования угольных пластов.

Существует два основных вида угля: энергетический и коксующийся. Первый используется, главным образом, для выработки электроэнергии, второй – для выплавки стали.

Согласно данным BP Statistical Review, в конце 2005 года совокупный объем мировых запасов угля составлял порядка 909 млрд. т., подавляющая часть которого приходится на энергетический уголь. Если исходить из объема добычи в 2005 году, угля хватит на 160 лет. Однако этот срок можно увеличить за счет применения более передовых технологий геологоразведки и горных работ, а также за счет повышения цен.

**На долю энергетического угля приходится подавляющая часть доказанных мировых запасов угля**

Сорт угля	Классификация		% мировых запасов	Области применения
	Западная (США)	Российская		
Бурый уголь, низкокачественный уголь	Лигниты (ligB, ligA)	Бурый (В)	17	В основном производство электроэнергии Производство цемента, добыча производства цемента, промышленные предприятия
	Суббитуминозный (SubC, SubB, SubA)	Длиннопламенный (Д)	30	
Каменный уголь, антрацит	Битуминозный и коксующийся уголь (hvCb, hvBb, hvAb, mvb, lvb, sa)	Длиннопламенный газовый (ДГ), газовый (Г), газовый жирный (ГЖ), газовый жирный отощенный (ГЖО), жирный (Ж), коксующийся жирный (КЖ), коксующийся (К), коксующийся отощенный (КО), коксующийся слабоспекающийся (КС и КСН), отощенный спекающийся (ОС), тощий спекающийся (ТС), тощий (Т)	52	Производство электроэнергии, производство цемента, добыча железной руды и сталелитейное производство  Коммунальное хозяйство/промышленные предприятия, включая бездымный уголь
	Антрацит (an, ma)	Полуантрацит (ПА), антрацит	1	

 Источник: [www.worldcoal.org](http://www.worldcoal.org)

Пять стран обладают более 75% совокупных доказанных запасов – это США, Россия, Китай, Индия и Австралия. Россия занимает второе место в мире по величине запасов, которых хватит более чем на тысячу лет (при потреблении угля только внутри страны), если исходить из объемов добычи в 2005 году.

**Россия занимает второе место в мире по запасам угля**

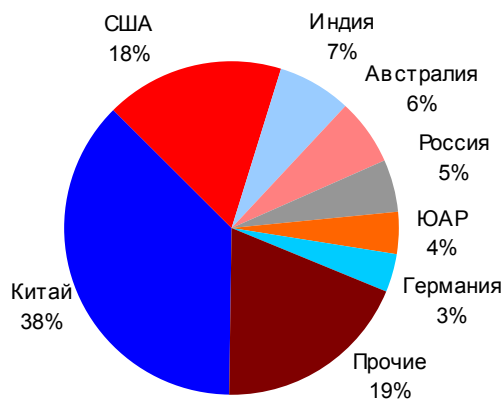
млн. т	Каменный уголь, антрацит	Бурый уголь, Низкокачественный уголь	Всего	%
США	111,338	135,305	246,643	27%
Россия	49,088	107,922	157,010	17%
Китай	62,200	52,300	114,500	13%
Индия	90,085	2,360	92,445	10%
Австралия	38,600	39,900	78,500	9%
ЮАР	48,750	0	48,750	5%
Казахстан	28,151	3,128	31,279	3%
Украина	16,274	17,879	34,153	4%
Прочие	34,285	71,499	105,784	12%
<b>Всего</b>	<b>478,771</b>	<b>430,293</b>	<b>909,064</b>	<b>100%</b>

 Источник: *BP Statistical Review*
**В будущем объем добычи будет только расти**

В 2005 году совокупный объем добычи угля в мире составил 5.9 млрд. т, на 4.6% больше, чем в 2004 году. Китай, США и Индия заняли первые три места, Россия оказалась на шестой строчке. Австралия (четвертое место) является единственной страной среди ведущих производителей, которая поставляет основную часть продукции (75%) за рубеж, тогда как другие используют почти весь добываемый уголь для внутреннего потребления. По данным IEA, более 80% всего мирового угля потребляется в странах-производителях; экспортируется только 13% энергетического угля и 36% коксующегося. Однако в течение последних 10-15 лет объемы экспортных поставок постоянно росли.

Транспортные расходы составляют значительную часть цен на уголь, поэтому рынок энергетического угля подразделяется на два основных региона: Атлантический и Тихоокеанский. В первом на долю Европы приходится более 30% мирового экспорта, а во втором ведущими покупателями являются Япония и Южная Корея, импортирующие почти 60% мировых поставок угля.

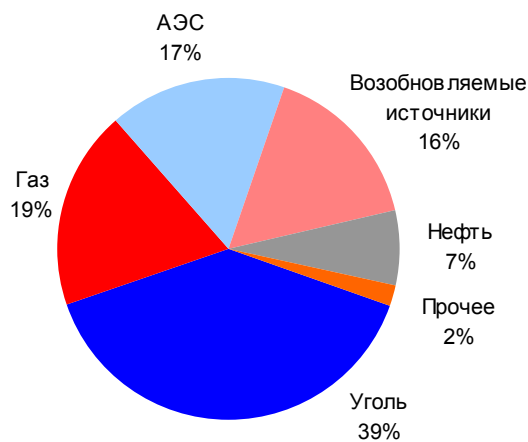
### В 2005 году мировой объем добычи достиг 5.9 млрд. т, доля России – 5%



Источник: BP Statistical Review

Уголь используется главным образом для выплавки стали, а также для производства электроэнергии и тепла. По данным IEA, в 2005 году с помощью угля было выработано около 40% совокупного мирового объема электроэнергии и выплавлено 66% стали. В последние годы производители жидкого (синтетического) топлива постоянно увеличивают производство продукции на основе угля. Пока они потребляют сравнительно мало этого сырья, однако в будущем, по мнению экспертов СУЭКа, данная отрасль может стать одной из наиболее многообещающих по количеству используемого угля.

### Около 39% мировой электроэнергии производится с помощью угля



Источник: World Coal Institute

Уголь является одним из самых дешевых источников энергии, поэтому, учитывая постоянный рост спроса со стороны развитых стран, мы считаем, что значительная роль угля в мировом производстве электроэнергии сохранится. Согласно оценкам Экономической комиссии ООН по Европе (UNECE), потребление угля снизится с текущих 26% мирового потребления энергетических ресурсов до 25% к 2010 году (24% к 2020 году) из-за растущего использования газа для производства электроэнергии. Однако мы полагаем, что в России баланс будет смещаться в совершенно противоположную сторону под влиянием таких факторов, как скачок цен на газ и наличие богатейших запасов дешевого и доступного угля.

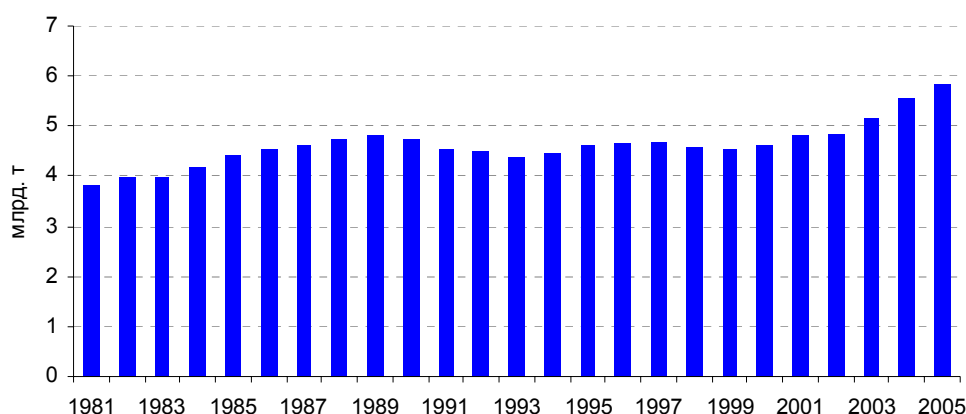
### На долю угля приходится сейчас около 26% потребляемых в мире энергоресурсов

Энергоносители	1971	2000	2010П	2020П
Уголь	29	26	25	24
Нефть	49	39	38	38
Газ	18	23	25	27
Атомная энергия	1	7	7	5
Гидроэнергетика	2	2	2	2
Прочие энергоресурсы	1	3	3	4

Источник: СУЭК, IEA, оценки "Атона"

В последнее время отмечается рост объема добычи угля, обусловленный увеличением его потребления и повышением цен на нефть и газ. По прогнозам World Coal Institute, спрос на этот вид топлива на мировом рынке будет расти на 1.4% в год, как минимум, до 2030 года.

### Рост добычи угля обусловлен увеличением объема его потребления



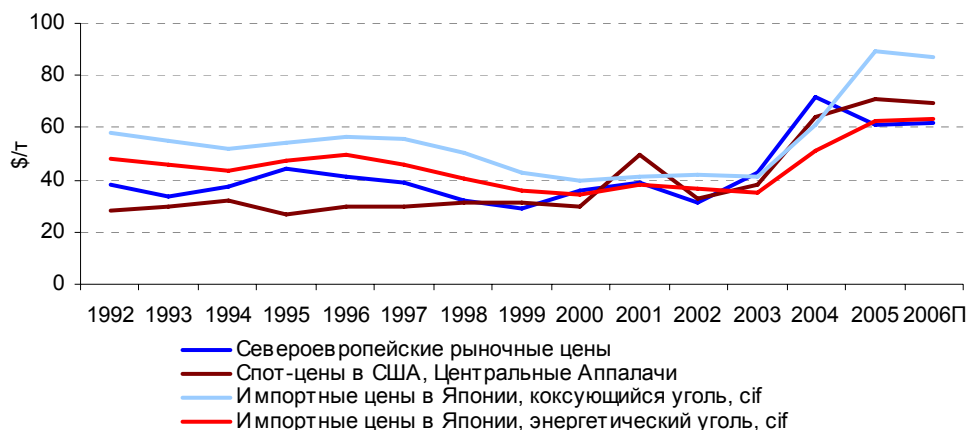
Источник: BP Statistical Review, оценки "Атона"

В будущем более 60% прироста потребления угля будет приходиться на Индию и Китай. В Европе также будут чаще использовать энергетический уголь из-за высоких цен на газ и зависимости от России, являющейся ключевым поставщиком природного газа. Кроме того, есть опасения, что в скором времени Китай будет экспортировать больше, чем потреблять внутри страны, поскольку добыча опережает спрос по темпам роста благодаря недавно разведанным месторождениям и усовершенствованию технологии добычи.

### В 2003-2006 годах отмечались резкие колебания цен на уголь

В течение последних лет цены на уголь отличались значительными колебаниями, особенно в 2003-2006 годах. В начале 2002 года в результате резкого скачка цен на нефть и стремительного подъема экономики Китая цены на уголь начали расти и достигли пика в конце 2004 года, увеличившись более чем на 200%. В 2005 году они снизились, но в 2006 году снова пошли вверх.

**Резкие колебания цен в 2003-2006 годах были обусловлены динамикой цен на нефть**



Источник: BP Statistical Review, оценки "Атона"

**Заключение: благодаря высоким макроэкономическим показателям возникли предпосылки для наращивания мировой добычи угля**

Мы считаем, что в условиях благоприятной макроэкономической конъюнктуры цены на уголь и объемы добычи в будущем будут расти под влиянием следующих факторов:

6. Нестабильность цен на нефть и газ, а также прогноз их постоянного роста положительно скажутся на спросе и ценах на энергетический уголь.
7. Неопределенность перспектив использования альтернативных источников производства электроэнергии, таких как атомная энергия и ветер; в результате принятия законов об охране окружающей среды ЕС планирует закрыть часть АЭС.
8. Дешевизна угля за счет огромных запасов и относительной доступности.
9. Внедрение "чистых" технологий использования угля с пониженным выделением CO<sub>2</sub>, уголь становится более экологичным по сравнению с нефтью и газом.
10. Продолжающийся экономический подъем в развивающихся странах, таких как Бразилия, Россия, Индия и Китай.

## УГОЛЬНАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ РОССИИ НАБИРАЕТ ОБОРОТЫ

### Россия занимает второе место в мире по запасам угля

Россия занимает второе место в мире по запасам угля после США. Согласно данным исследований, проведенным на основе методологии "Росинформугля", несколько отличающейся от российской системы классификации, они составляют 198 млрд. т (157 млрд. т, по данным BP Statistical Review).

По мнению экспертов "Распадской" (по российской методологии), месторождения полезных ископаемых подразделяются на 4 класса: А, В, С1 и С2 в зависимости от сложности геологической структуры. Угольные ресурсы затем делятся на разведанные (А, В и иногда С1) и перспективные запасы (С2). Разведанные запасы достаточно изучены для того, чтобы подготовить ТЭО промышленной разработки, тогда как перспективные запасы исследованы только в той мере, в какой это необходимо для выявления возможностей гарантированного продолжения разведки. По международной системе классификации доказанные запасы рассчитываются на основе ТЭО добычи.

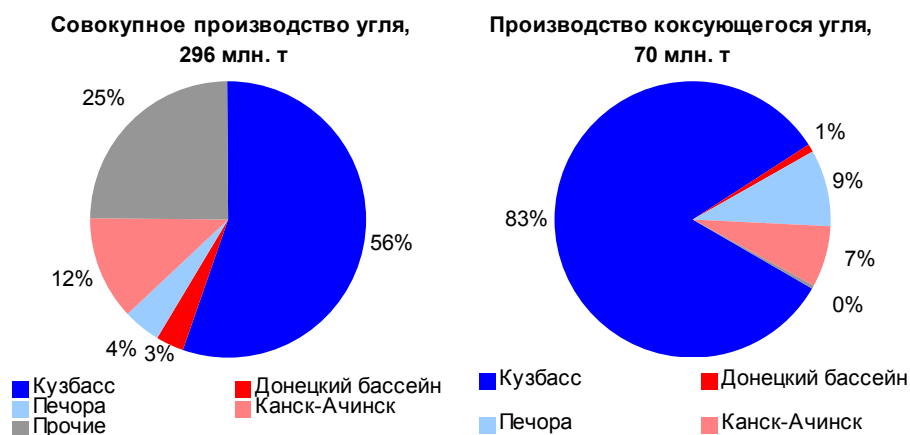
Основные залежи российского угля расположены в Сибири (почти 80%), причем крупнейший угольный бассейн находится в Кузбассе. Подавляющая часть мировых запасов приходится на энергетический уголь, тогда как удельный вес коксующегося угля составляет всего 20%.

#### В недрах Кузнецкого бассейна в Сибири находятся крупнейшие запасы угля

млрд. т	Энергетический и прочий	Запасы угля Коксующийся	Всего
Северо-Западный	4.8	3.3	8.1
Южный	6.3	0.3	6.6
Приволжский	1.0	0.2	1.2
Уральский	1.1	0.0	1.1
Сибирский	125.5	32.1	157.6
Дальневосточный	15.8	4.3	20.1
Прочие	3.4	0.0	3.4
<b>Всего</b>	<b>157.9</b>	<b>40.2</b>	<b>198.1</b>

Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

#### В 2005 году в Кузбассе добыто 56% всего российского угля и 83% коксующегося



Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

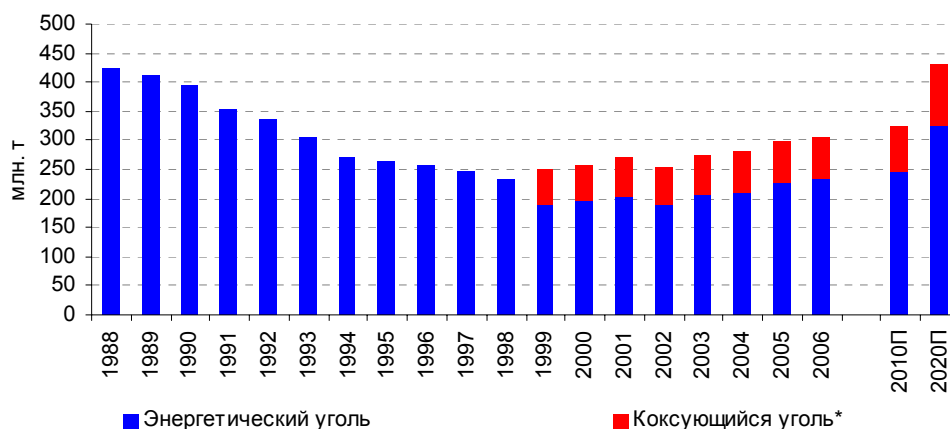


## Российский рынок возрождается после длительного спада

Российский рынок угля переживал тяжелые времена после распада СССР. В 1990-е годы на отрасли негативно сказались такие факторы, как отсутствие финансирования, скачок транспортных и других расходов, усугубленные использованием устаревшего и малопроизводительного оборудования. После проведения реструктуризации, приватизации и консолидации было закрыто более 180 шахт, количество занятых в угольной промышленности упало с 900 тыс. чел. до 250 тыс. чел.

Сократившийся в 1988-1998 годах на 45% с 426 млн. т до 232 млн. т годовой объем добычи угля начал расти в 1999 году и достиг 306 млн. т. Правительство планирует довести его до 310-340 млн. т к 2010 году и 430 млн. т к 2020 году.

### В 1998-2006 годах среднегодовые темпы добычи угля в России составили 3.6%



\*Данные до 1999 года недоступны

Источник: BP Statistical Review, "Росинформуголь", оценки "Атона"

Из 306 млн. т угля, добытого в России в 2006 году, более 70% пошло на внутреннее потребление.

### На долю СУЭК и "Кузбассразрезугля" приходится порядка 43% совокупной добычи за 2005 год

млн. т Компания	Добыча			Экспорт		
	2004	2005	В год. сопост.	2004	2005	В год. сопост.
СУЭК	80	84	6%	14.2	18.2	28%
Кузбассразрезуголь	41	42	2%	17.6	17.9	2%
Южкузбассуголь	18	19	4%	5.1	5.2	2%
Южный Кузбасс	15	16	3%	6.9	7.1	3%
Русский Уголь	16	16	2%	N.A.	N.A.	N.A.
ВоркутаУголь	13	13	2%	N.A.	N.A.	N.A.
Сибуглемет	12	12	5%	3	3.1	3%
Рападская	11	11	4%	N.A.	N.A.	N.A.
СДС (Сибирский Деловой Союз)	9	11	24%	6	6.3	5%
Якутуголь	9	11	19%	4.5	4.5	0%
Прокопьевскуголь	5	5	4%	N.A.	N.A.	N.A.
Прочие	60	56	-6%	N.A.	N.A.	N.A.
<b>Всего</b>	<b>287</b>	<b>296</b>	<b>3%</b>	<b>76.1</b>	<b>80.1</b>	<b>5%</b>

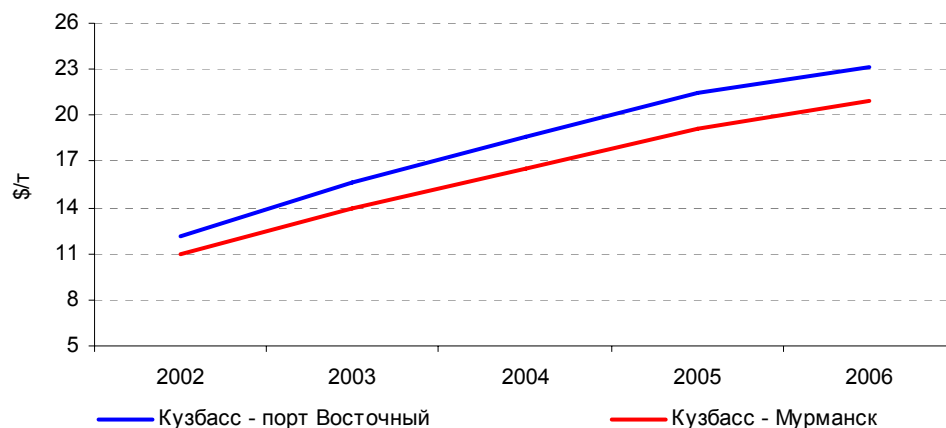
Источник: СУЭК, данные компаний, оценки "Атона"

### Транспортные расходы по-прежнему составляют основную часть затрат

ОАО "Российские железные дороги" (государственная монополия) установила высокие тарифы на внутренние перевозки, при этом инфраструктура железных дорог страны устарела и нуждается в модернизации. Железнодорожные тарифы на перевозку угля выросли с 2002 года больше чем на 90% (темпы роста замедлились в 2006 году в основном благодаря снижению цен на уголь). Правительство заявило, что в будущем ежегодный рост тарифов не будет превышать 12%, однако мы полагаем, что они будут, как минимум, соответствовать годовой инфляции. Мы считаем, что при расчете оптимального уровня тарифов правительство исходит из того, что угледобывающие

компаниям должны обеспечить свою рентабельность, и что на поставки угля приходится более 30% годового объема перевозок РЖД. По нашим прогнозам, в будущем темпы роста тарифов замедлятся, т.к. уголь начинает играть все более важную роль в энергетическом балансе России в условиях повышения цен на газ.

### С 2002 года железнодорожные тарифы на перевозку угля выросли больше чем на 90%



Источник: СУЭК, данные компаний, РЖД, оценки "Атона"

Развитие экспорта российского угля сдерживается перегруженностью портов страны. Только в Мурманске (Атлантический регион), Усть-Луге ( Санкт-Петербург) и Восточном (Дальний Восток) есть специализированные угольные терминалы. В настоящее время строится угольный терминал пропускной способностью 12 млн. т в порту Ванино (Японское море). Мы считаем, что для России очень важно увеличить пропускную способность железных дорог и построить новые портовые объекты, чтобы расширить возможности для выхода на зарубежные рынки, значение которых постоянно возрастает в условиях роста мирового спроса на энергетический уголь.

## Российский рынок энергетического угля готов к росту

На российском рынке энергетического угля есть несколько крупных участников: СУЭК, "Кузбассразрезуголь", "Русский уголь" и "Южный Кузбасс". В совокупности они обеспечили приблизительно 65% добычи энергетического угля в России в 2005 году. Основными потребителями энергетического угля в России являются дочерние компании РАО "ЕЭС России" и, хотя и в меньшей степени, независимые энергетические компании, а также коммунальные хозяйства.

### СУЭК занял первое место по объему добычи энергетического угля в России в 2005 году



Источник: СУЭК, данные компаний, оценки "Атона"

Объем потребления энергетического угля в России, по данным СУЭКа, составляет в настоящее время около 190 млн. т, причем 66% продается производителям электроэнергии (в основном РАО "ЕЭС России"). Мы полагаем, что в будущем спрос на энергетический уголь на внутреннем рынке будет увеличиваться в основном под воздействием таких факторов, как рост цен на газ и строительство новых электростанций. Вторым по величине потребителем энергетического угля является жилищный сектор, однако мы не прогнозируем резкого скачка спроса в этом сегменте рынка.

#### Генерирующие энергокомпании потребляют почти 70% энергетического угля



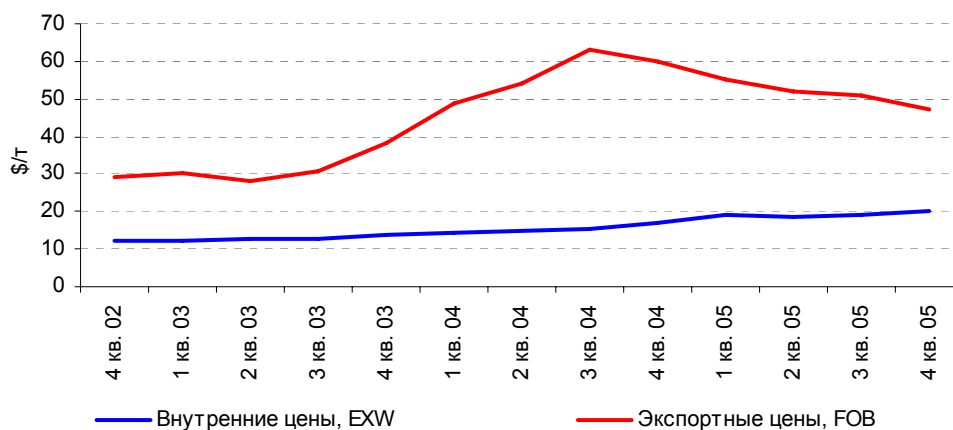
Источник: СУЭК

#### Разница между внутренними и экспортными ценами объясняется политическими, экономическими и экологическими причинами

Значительная разница в ценах на энергетический уголь обусловлена его качеством, которое определяется зольностью, влажностью, сернистостью (и летучестью), а также теплотворностью, измеряемой в Ккал/кг. Уголь самого низкого качества, бурый или лигнит, продается всего за \$6/т, тогда как уголь высокой марки (битуминозный или антрацит) стоит в шесть раз дороже. Российские производители могут экспортировать только уголь высокого качества с низким содержанием золы и серы из-за жестких экологических требований, принятых в Европе и других развитых странах. В России действуют менее строгие нормативы в отношении охраны окружающей среды, поэтому энергокомпании могут использоваться уголь низкого качества (с большим содержанием загрязняющих веществ).

В течение длительного времени цены на энергетический уголь на российском рынке зависели от объема потребления энергетических компаний, причем РАО "ЕЭС России" потребляло две трети добываемого угля. Монополия покупателя в лице РАО привела к возникновению непростой ценовой конъюнктуры для производителей энергетического угля, у которых практически нет никакого выбора, поэтому внутренние цены на российский энергетический уголь существенно отличаются от экспортных.

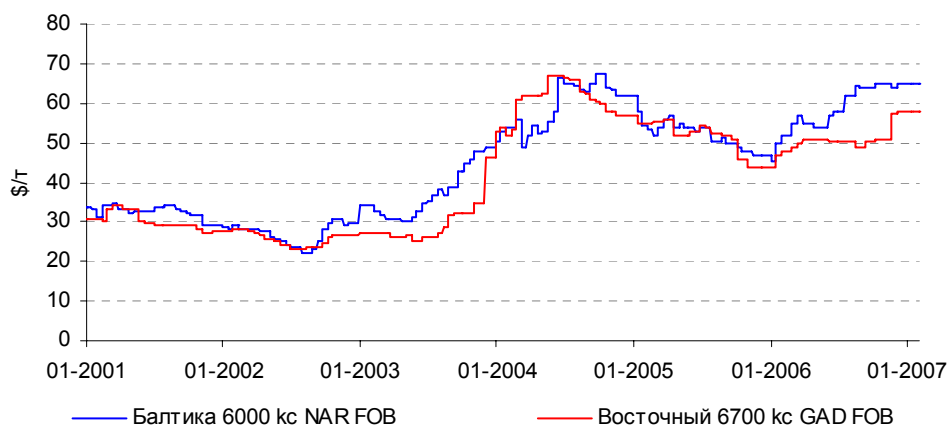
**В предыдущие годы отмечалась значительная разница между внутренними и экспортными ценами на российский энергетический уголь**



Источник: "Росинформуголь", оценки "Атона"

Если на внутреннем рынке цены обусловлены политическими факторами и неявным регулированием со стороны РАО "ЕЭС России" и других крупнейших потребителей, то стоимость экспортных поставок определяется соотношением спроса и предложения, а также другими экономическими и рыночными факторами. Экспортные цены на российский энергетический уголь достигли своего максимума в конце 2005 года, когда потребители опасались резкого скачка цен на нефть, и вырос спрос на уголь со стороны электростанций из стран Азии. В прошлом году цены упали в результате достижения договоренности о новой базовой цене между австралийскими производителями и японскими потребителями. Совсем недавно цены стали возвращаться на прежний уровень под влиянием высокого спроса в Азии и других развивающихся регионах.

**Экспортные цены на энергетический уголь отыграли падение, отмечавшееся в конце 2005 года**



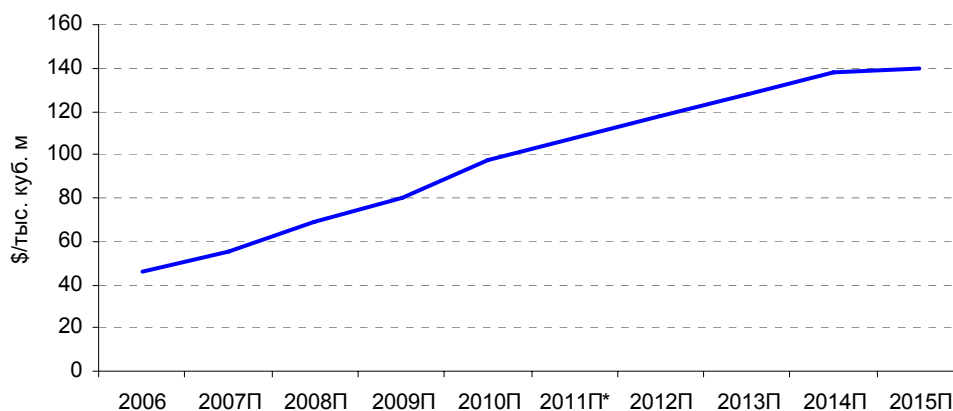
Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

**В будущем внутренние цены на энергетический уголь будут расти вслед за ценами на газ**

Природный газ является основным сырьем для выработки электроэнергии в России. Однако уголь может заменить газ, поэтому существует взаимозависимость между ценами на эти два вида топлива. Будучи основным потребителем российского энергетического угля, РАО "ЕЭС России" учитывает будущие цены на газ и, хотя и в меньшей степени, тарифы на электроэнергию, когда ведет переговоры с угледобывающими компаниями об условиях поставок.

Как мы отмечали в декабрьском обзоре, в ноябре были обнародованы итоги двухмесячной дискуссии в правительстве о политике формирования тарифов на газ. Согласно принятому решению, промышленные тарифы увеличатся на 15% в 2007 году, на 25% в 2008 году, на 13% каждые полгода в 2009 году, на 13% в первой половине и на 12% во второй половине 2010 года. Таким образом, к 2011 году внутренние цены на газ вырастут более чем на 100% и приблизятся к \$100/тыс. куб. м., тогда как мы прогнозировали ранее, что они достигнут примерно \$80/тыс. куб. м. Согласно нашему уточненному прогнозу, в 2011-2015 годах внутренние цены для промышленных потребителей будут постепенно расти в направлении отметки \$140/тыс. куб., которую мы считаем справедливой для Европы ценой без учета транспортных расходов.

#### **Прогноз цен на газ повышен с учетом новых планов правительства и оценок справедливой цены без учета транспортных расходов**



*Источник: оценки "Атона"*

Владимир Путин еще раз подтвердил, что топливный баланс в электроэнергетике России должен сместиться от газа к углю. Для этого потребуются построить новые электростанции, работающие на энергетическом угле. В настоящее время в России их только 16%, тогда как в Европе – 30-35%, а в Германии – 50% от совокупного количества электроэнергетических мощностей..

Мы полагаем, что РАО "ЕЭС России" придется считаться с реальностью и начать платить больше по сравнению с текущими необоснованно низкими ценами на добываемый в России энергетический уголь. Таким образом, мы прогнозируем равные темпы роста внутренних цен на энергетический уголь и природный газ в 2007-2011 годах и полагаем, что они вырастут с \$22/т до \$48/т и стабилизируются на этом уровне в последующий период. Учитывая огромные залежи бурого энергетического угля в России и привлекательную ценовую конъюнктуру, мы пришли к выводу о том, что производители будут наращивать объемы добычи, что будет сдерживать рост цен. Кроме того, падение цен на мировом рынке скажется на внутренних ценах.

Мы полагаем, что экспортные цены также будут расти, но более медленными темпами. Мы прогнозируем рост экспортных цен на энергетический уголь на 2% за счет увеличения объема потребления в странах Азии. Средневзвешенные цены вырастут в 2006-2011 годах с \$54/т до \$59/т и останутся на этом уровне в последующий период. Хотя темпы экономического роста в странах Азии могут достигать в среднем 5%-9%, резкого скачка цен не произойдет из-за поставок угля, добываемого на недавно открытых месторождениях или только что введенных в эксплуатацию шахтах, а также роста объема добычи мировых производителей.

### Внутренние цены на энергетический уголь будут расти такими же темпами, как цены на газ

	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Природный газ, \$/тыс. куб. м	46	55	69	80	98	108
В год. сопост.	17%	20%	25%	16%	23%	10%
Внутренние цены на энергетический уголь, EXW	22	27	34	39	48	48
В год. сопост.	12%	20%	25%	16%	23%	0%
Экспортные цены на энергетический уголь, FOB	54	55	56	57	58	59
В год. сопост.	3%	2%	2%	2%	2%	2%

\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

## На российском рынке коксующегося угля цены не изменятся

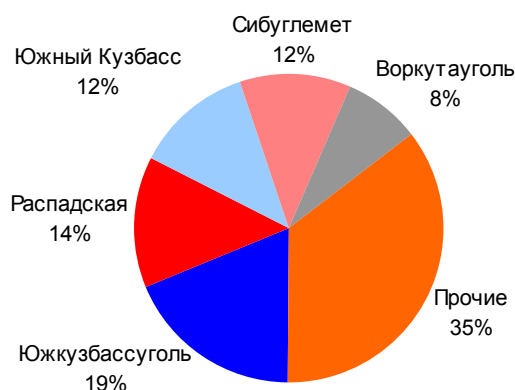
На российском рынке коксующегося угля больше независимых участников, чем на рынке энергетического угля. За последние несколько лет большинство производителей коксующегося угля вошло в состав ведущих российских сталелитейных холдингов, которые пошли на тот шаг в целях вертикальной интеграции, поэтому подавляющая часть добываемой продукции вообще не поступает на рынок. Из-за этого данный рынок отличается достаточной стабильностью; кроме того, он в определенной степени изолирован от мирового рынка, поэтому внутренние цены меньше подвержены колебаниям по сравнению с экспортными ценами.

### На российском рынке коксующегося угля представлено несколько крупных компаний

тыс. т	Добыча, 2005	Рыночная доля	Собственники
Южкузбассуголь	13,022	19%	Менеджмент/Evgaz
Распадская	9,717	14%	Менеджмент /Evgaz
Южный Кузбасс	8,705	12%	Мечел
Сибуглемет	8,252	12%	Менеджмент
Воркутауголь	5,581	8%	Северсталь
Якутуголь	5,046	7%	Государство/Мечел
Кузбассразрезуголь	3,787	5%	Менеджмент /УГМК
Прокопьевскуголь	3,542	5%	НЛМК
Кузбассуголь	3,499	5%	Северсталь
СУЭК	2,794	4%	МДМ-групп
Прочие	5,948	9%	
<b>Всего</b>	<b>69,893</b>	<b>100%</b>	

Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

### В 2005 году на долю пяти крупнейших производителей приходилось 65% совокупного объема добычи



Источник: "Росинформуголь", "Распадская"

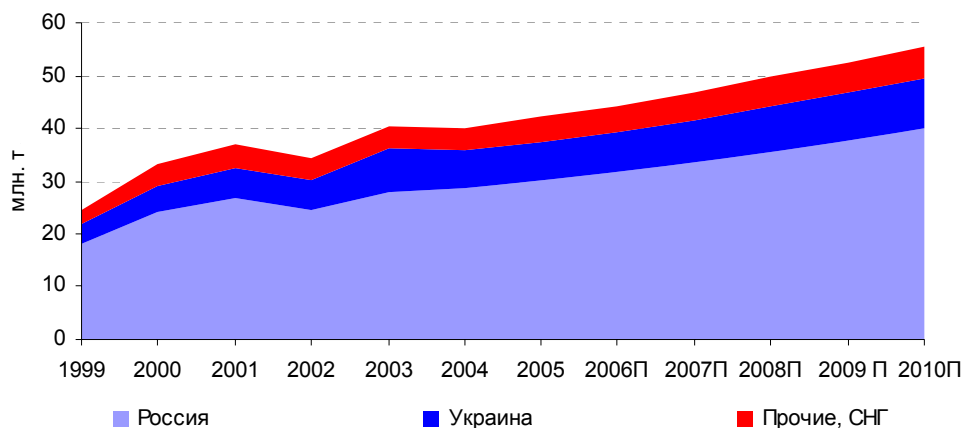
### Продолжится рост спроса на сталь на внутреннем рынке

Производители кокса (необходимого для выплавки стали) являются основными потребителями коксующегося угля, поэтому сталелитейный сектор будет определять динамику цен на этот уголь в будущем. Как мы отмечали в обзоре сталелитейного сектора от 27 сентября 2006 года, в течение последних нескольких лет в России и

СНГ отмечается рост объема потребления стали, который, по нашим оценкам, будет продолжать увеличиваться, как минимум, на 6% в год в среднесрочной перспективе благодаря высокому уровню спроса в таких отраслях промышленности, как строительная, нефтегазовая, автомобильная, тяжелое машиностроение и др.

В ходе наших бесед с представителями ведущих сталелитейных компаний России выяснилось, что внутренний рынок, с его ценовыми и другими преимуществами, остается ключевым для российских производителей.

**В 2006-2010 годах спрос на сталь в России и СНГ будет расти на 5.6% в год**

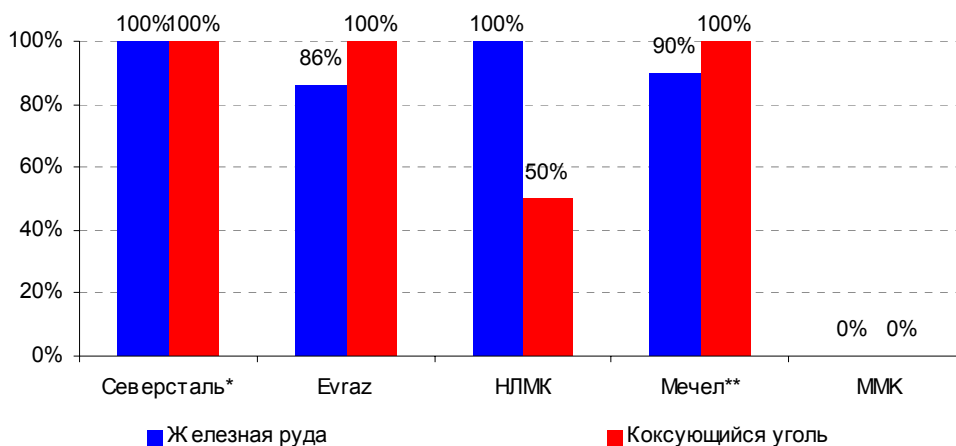


Источник: IISI, Metal Bulletin, оценки "Атона"

**Вертикальная интеграция практически завершена**

В течение последних нескольких лет российские сталелитейные холдинги активно претворяли в жизнь стратегию развития дочерних предприятий, покупая активы, которые обеспечивают холдингам поставку таких ключевых видов сырья, как, например, железная руда и коксующийся уголь. В результате, все российские сталелитейные холдинги, за исключением ММК, добились определенной степени автономности и в некоторых случаях получают железной руды или угля больше, чем им самим необходимо, и могут продавать эти излишки.

**Сейчас большинство российских производителей стали в основном сами обеспечивают себя ключевыми видами сырья**



(\*) сталелитейное производство в России; (\*\*) сталелитейное производство

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

## Российский рынок испытывает недостаток высококачественного угля

Чтобы приготовить качественный кокс, сталелитейные компании смешивают несколько марок коксующегося угля. Так, например, стандартная коксовая завалка должна состоять на 80% из более качественных марок К, КО, КЖ, ОС, Ж и ГЖ, причем К является высшей маркой. В России очень немногие угледобывающие компании производят коксующийся уголь марки К, поэтому он продается дороже, чем уголь других марок. "Распадская" планирует начать производство коксующегося антрацита на одноименной шахте в 2008 году.

### Российским производителям кокса требуется больше угля качественных марок

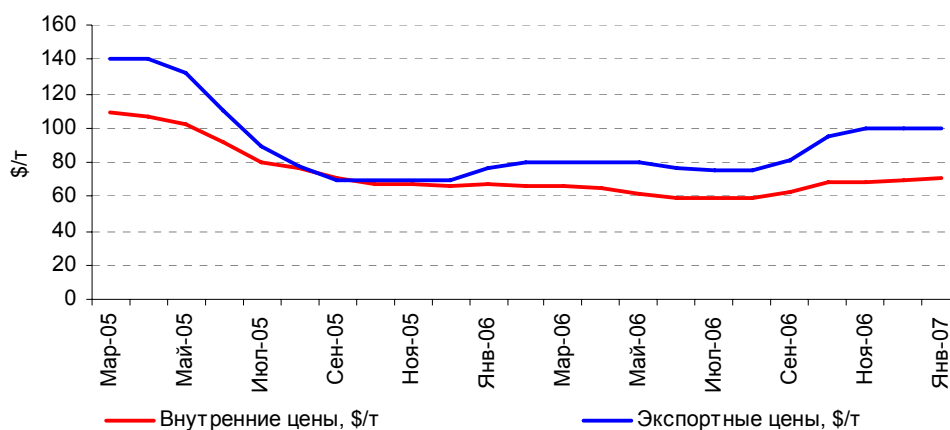
Структура модели	К	КО+ОС	Ж	ГЖ	Высококачественный Коксующийся	
					Коксующийся	Прочие
Среднее производство в России, 1996	20%	20%	25%	15%	80%	20%
Среднее производство в России, 2005	15%	13%	39%	13%	80%	20%
	11%	17%	23%	21%	72%	28%

Источник: данные компаний, "Росинформуголь", оценки "Атона"

### Экспортные цены на коксующийся уголь снизятся, внутренние цены вырастут незначительно

Цены на коксующийся уголь, так же как цены на энергетический уголь, зависят от типа угля (качество и коксующесть) и конъюнктуры рынка, на который этот уголь поставляется. Производители предпочитают вывозить за рубеж более качественный уголь, а оставшуюся часть продают внутри страны. Отчасти по этой причине экспортные цены опережают внутренние. Достигнув максимума в 2005 году, цены на коксующийся уголь упали вслед за снижением цен на сталь, а затем стабилизировались. В последнее время наблюдается рост цен как на внутреннем, так и на экспортном рынке.

### Экспортируемый коксующийся уголь, как правило, стоит дороже



Источник: Metalcourier

**Российский рынок коксующегося угля изолирован от зарубежных рынков,** поэтому внутренние сталелитейные и горнодобывающие компании работают в условиях относительной стабильности цен, превышающих уровень мирового рынка. По нашим прогнозам, благодаря росту внутреннего потребления цены на сырьевые ресурсы вряд ли сколько-нибудь снизятся. Хотя крупнейшие угледобывающие компании объявили о повышении объема добычи, мы полагаем, что спрос будет достаточно высоким, чтобы покрыть предложение. В условиях низкой корреляции с международными рынками российские производители угля могут контролировать объем предложения, сокращая добычу в случае необходимости. Таким образом, цены должны подрасти и компенсировать отрицательное воздействие, вызванное ростом темпов инфляции и затрат на оплату труда.



### Экспортные цены на коксующийся уголь снизятся, внутренние цены немного вырастут

\$/т	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Коксующийся уголь (ГЖ)	80	62	63	63	64	64	65
Коксующийся уголь (Ж)	96	76	77	78	79	80	80
Коксующийся уголь (КО)	80	61	61	62	62	63	64
Коксующийся уголь (КС)	80	58	59	60	60	61	61
<b>Среднее, внутренний рынок</b>	<b>84</b>	<b>64</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
<b>Коксующийся уголь, экспорт</b>	<b>97</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>67</b>	<b>67</b>

\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: Metalcourier, оценки "Атона"

### Мировые рынки коксующегося угля отличаются более высокой

**волатильностью.** Базовые цены обычно устанавливаются по результатам переговоров между азиатскими и австралийскими производителями на 1-5 лет. По данным MBR, на недавних переговорах между азиатскими и австралийскими производителями было подтверждено решение о снижении цен на коксующийся уголь. Австралийские производители согласились на ежегодное снижение стоимости антрацита на 15-20% и установили диапазон цен на 2007 год: от \$85/т до \$98/т. MBR также сообщает о том, что из-за резкого падения цен в этом году некоторые крупные производители угля решили заморозить часть проектов по строительству новых шахт. Таким образом, мы полагаем, что в этом году крупным мировым производителям удастся установить контроль над поставками, чтобы попытаться вернуть цены на прежний уровень. Сейчас высокий спрос на сталь отмечается на внутреннем рынке Китая, поэтому цены на коксующийся уголь будут следовать за динамикой спроса. В целом, производители, по нашему мнению, преодолеют волатильность последних лет и не допустят значительного снижения цен по сравнению с текущим уровнем. Мы прогнозируем незначительное снижение цен начиная с 2008 года под влиянием замедления темпов роста мировой сталелитейной промышленности.

### Заключение: рост объема добычи и цен, стабильность на рынке коксующегося угля

Уголь является самым распространенным в мире ископаемым топливом и одним из важнейших источников энергии в России, которая занимает второе место в мире по его запасам. Значение угольной промышленности России нашло весомое подтверждение в государственной стратегии развития электроэнергетики, предусматривающей реструктуризацию РАО "ЕЭС России", повышение внутренних тарифов на газ и смещение баланса топливоснабжения электроэнергетики от газа к углю. Объявленный "Газпромом" и СУЭКом план создания новой крупной генерирующей энергокомпании также подтверждает растущее значение энергетического угля.

Мы считаем, что под влиянием данных факторов цены на энергетический уголь в России будут расти в 2007-2011 годах примерно на 20% в год, при этом повышение объема добычи в этом сегменте благоприятно скажется на финансовых результатах производителей угля. Коксующийся уголь представляется нам менее привлекательным, поскольку используется в основном при выплавке стали. По нашим прогнозам, в 2007-2012 годах цены на экспортных рынках снизятся из-за увеличения предложения и уменьшения спроса, тогда как цены на внутреннем рынке останутся стабильными.

# ОБЗОР КОМПАНИЙ

---

## "РАСПАДСКАЯ": ПРОДУМАННАЯ СТРАТЕГИЯ РОСТА

"Распадская" является вертикально интегрированным холдингом, состоящим из 11 дочерних компаний, расположенных в Кузнецком угольном бассейне (Кузбасс) в Кемеровской области. Созданное в 1973 году предприятие было приватизировано в 1991 году и с тех пор стремительно развивалось. Объем добычи вырос с 4.4 млн. т в 1994 году до 10.6 млн. т в 2006 году, что позволило "Распадской", добывающей несколько марок коксующегося угля, войти в первую десятку мировых производителей и занять второе место в России. Компания получает основную часть выручки (75%) за счет продаж российским сталелитейным компаниям и коксохимическим заводам. В 2006 года "Распадская" успешно провела IPO на фондовых биржах России.

### **Продуманная стратегия, благоприятное расположение, опытный менеджмент**

"Распадская" является вертикально интегрированным холдингом, состоящим из 11 дочерних компаний, расположенных в Кемеровской области (Кузбасс). После распада СССР в 1991 году предприятие было приватизировано и преобразовано в закрытое акционерное общество (100% акций принадлежало сотрудникам). Три года спустя нынешнее руководство получило контрольный пакет.

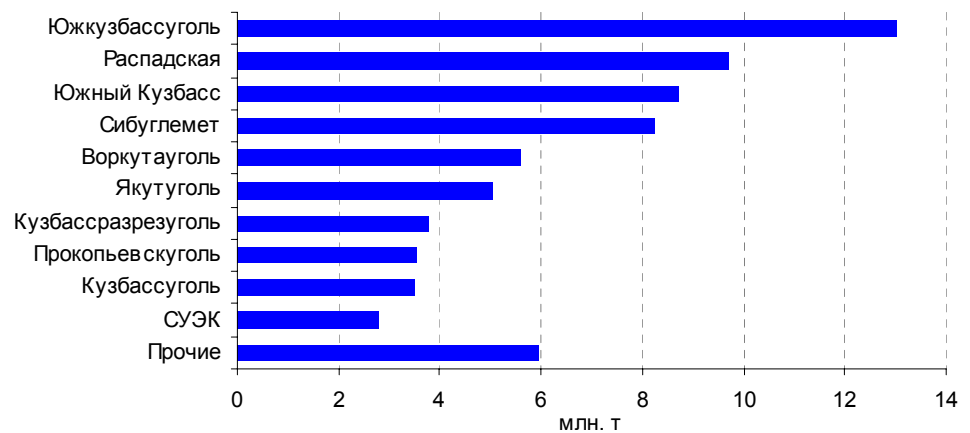
**Активы компании отличаются выгодным расположением**



Источник: данные компаний

После этого в компании были проведены коренные преобразования. В настоящее время уголь добывается на двух подземных шахтах, одной шахте открытой добычи, строится еще одна шахта. В IV квартале 2005 года введена в эксплуатацию обогатительная фабрика "Распадская", уже оказавшая положительное влияние на производственные показатели холдинга. Объем добычи увеличился с 4.4 млн. т в 1994 году до 10.6 млн. т в 2006 году, что позволило ему войти в первую десятку мировых производителей коксующегося угля и занять второе место в России.

**"Распадская" вышла на второе место в России в 2005 году**



Источник: данные компаний, "Росинформуголь", оценки "Атона"

Запасы угля компании по классификации JORC составляют порядка 782 млн. т, при текущих объемах этого достаточно для добычи в течение 74 лет. "Распадская" обладает самыми крупными запасами коксующегося угля по российской системе

классификации, и мы полагаем, что она сможет увеличить их количество за счет приобретения дополнительных лицензий.

### "Распадской" принадлежат самые крупные в России запасы коксующегося угля – 782 млн. т

	По международным стандартам				По российским стандартам			Сорт угля
	Доказанные запасы	Вероятные запасы	Всего запасы	Всего ресурсы	ABC1	C2	ABC1+C2	
Распадская	139	311	451	867	668	2	670	Ж, ГЖ
МУК-96	49	154	203	311	183	128	311	ГЖО
Распадская Коксовая	0	101	101	243	177	65	242	К, КО
Разрез Распадский	19	8	27	40	76	167	243	ГЖ, ГЖО
<b>Всего</b>	<b>207</b>	<b>574</b>	<b>782</b>	<b>1,461</b>	<b>1,105</b>	<b>362</b>	<b>1,467</b>	

Источник: данные компаний, ИМС, оценки "Атона"

"Распадская" занимает ведущее положение на российском рынке коксующегося угля; она производит коксующийся уголь нескольких марок: Ж (жирный), ГЖ (газовый жирный) и ГЖО (газовый жирный отощенный) по российской классификации. Все эти марки добываются на шахтах "Распадская" и МУК-96 на разрезе "Распадский". Согласно международной классификации, основанной на общих характеристиках, включая зольность, отражательную способность, пластичность и летучесть, угольный концентрат компании является полутвердым коксующимся углем (SHCC). Уголь марки SHCC имеет более низкое качество (поэтому он дешевле), однако данная марка необходима для производства кокса.

### Концентрат "Распадская" относится к марке SHCC по международным стандартам

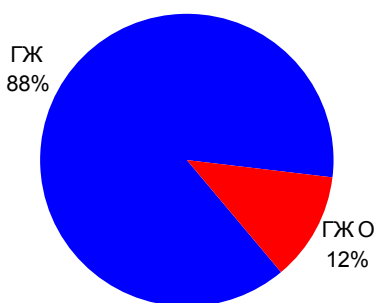
Распадская Сорт угля	Зольность %	Отражательная способность R0, %	Максимальная пластичность LgMF	Летучесть Vdaf, %
ГЖ+КС	9%	0.93	>3.2	37%
ГЖ+Х	9%	0.82	>4.25	39%
К, КО	9%	1.29	N.A.	24%
<b>Международные стандарты</b>				
Антрацит с высоким пределом текучести (Hard coking coal high fluidity)	<8.5	0.70-1.15	>4.0	21-33
Антрацит со средним пределом текучести (Hard coking coal middle fluidity)	<8.5	0.70-1.15	3.0-4.0	21-33
Антрацит с низким пределом текучести (Hard coking coal low fluidity)	<8.5	1.15-1.50	2.0-3.0	<21
<b>Полутвердый коксующийся уголь (Semi-hard coking coal)</b>	<b>&lt;12.0</b>	<b>0.70-1.15</b>	<b>2.5-3.0</b>	<b>21-33</b>
Полумягкий коксующийся уголь (Semi-soft coking coal)	<12.0	0.55-0.80	0.5-2.5	>30

Источник: данные компаний

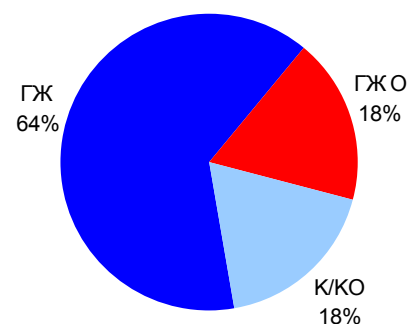
Компания планирует начать добычу дефицитных марок К и КО на шахте "Распадская коксовая", которая будет введена в эксплуатацию в 2008 году и достигнет проектной мощности в 2009 году. За счет производства этих двух марок компания сможет увеличить качество своего концентрата с полутвердого коксующегося угля до твердого или коксующегося антрацита (HCC).

### В будущем качество коксующегося угля "Распадской" должно повыситься

Производство 2006, 10.6 млн.т



Производство 2010П, 17.0 млн.т



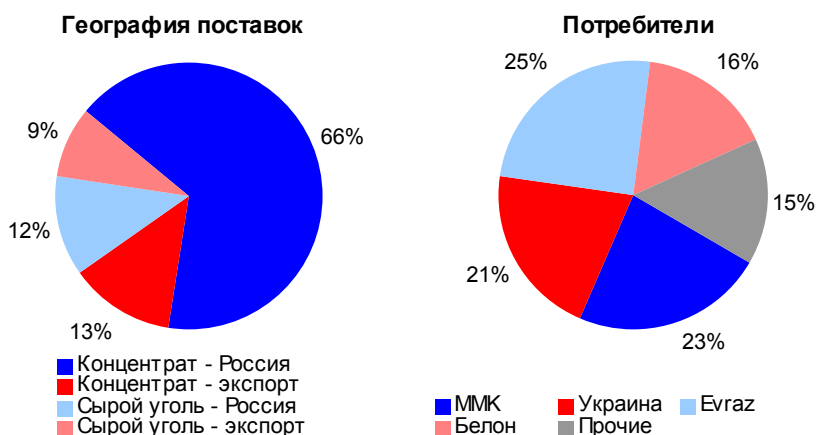
Источник: данные компаний

## "Распадская" получает основную часть выручки от реализации продукции на внутреннем рынке

Компания получает основную часть выручки (75%) за счет продаж российским сталелитейным компаниям и коксохимическим заводам. Основными потребителями концентрата на российском рынке являются такие компании, как Evraz Group, ММК, "Белон" и НЛМК.

В стратегии развития компании предусматривается увеличение продаж в странах Восточной Европы (Венгрия, Румыния, Босния, Словения) и на Украине. Кроме того, "Распадская" осваивает новые рынки, такие как Индия, подписав недавно соглашение на три года с индийской компаний, занимающейся реализацией кокса, о ежегодных поставках 2 млн. т усредненного угля (1 млн. т собственного угля "Распадской" и 1 млн. т угля, приобретенного у других российских производителей). Компания планирует подписать долгосрочные контракты (сроком на пять лет) с другими контрагентами.

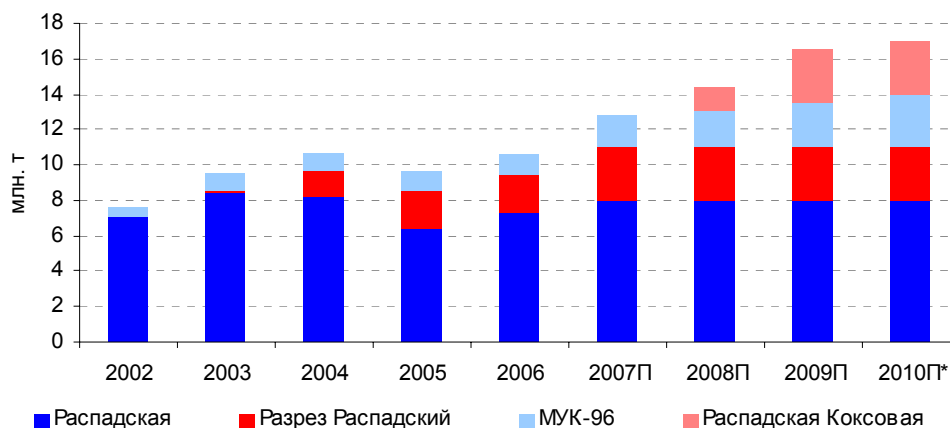
### В 2005 году "Распадская" реализовала основную часть своей продукции на российском рынке



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

### В 2006-2010 году добыча коксующегося угля вырастет на 60%

В течение последних пяти лет объем добычи "Распадской" увеличивался примерно на 10% в год. В 2007 году "Распадская" намерена добыть 12.8 млн. т необогащенного коксующегося угля и произвести 10.4 млн. т концентрата (10.6 млн. т коксующегося угля в 2006 году и 9.7 млн. т в 2004 году). К 2010 году компания планирует увеличить объем добычи коксующегося угля на 60% до 17 млн. т.

**"Распадская" намерена увеличить объем добычи угля в 2006-2010 годах на 60%**


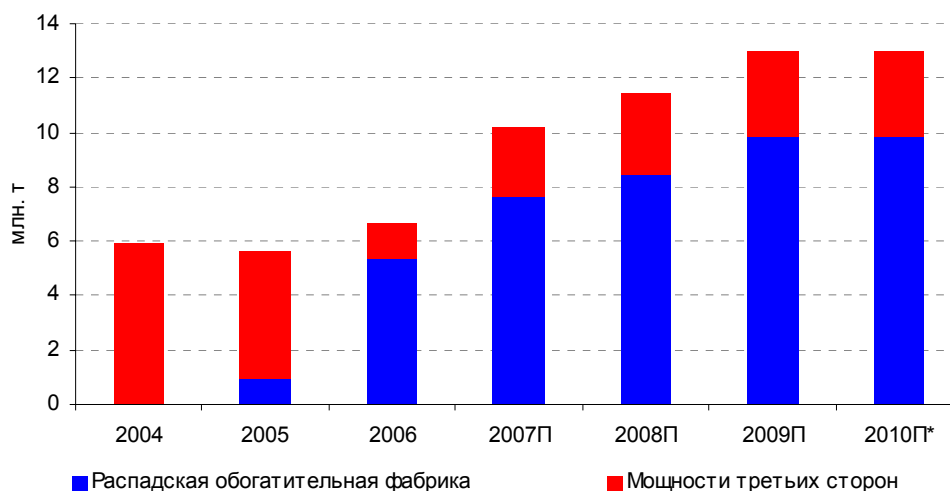
\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

"Распадская" перерабатывает основную часть исходного коксующегося угля в концентрат, что позволяет ей добиваться более высоких производственных показателей. До 2005 года она прибегала к услугам обогатительных фабрик третьих сторон, чтобы получить концентрат. В IV квартале 2005 году была пущена в эксплуатацию 100% дочерняя компания ОФ "Распадская", способная перерабатывать 7.5 млн. т коксующегося угля в год (расчетная мощность). Компания планирует увеличить мощность фабрики еще на 3.0 млн. т в 2008 году; в результате этого будут созданы технические условия для переработки примерно 10.5 млн. т в год собственного исходного коксующегося угля.

Компания определяет расчетную мощность на основе допущения 300 рабочих дней в году. Мы считаем данную оценку консервативной. Если рассчитать текущую эффективную мощность фабрики исходя из 350 рабочих дней, то получится 8.75 млн. т, а не 7.5 млн. т, а эффективная мощность в будущем будет равна 12.25 млн. т, а не 10.5 млн. т.

По данным "Распадской", производительность обогатительной фабрики составляет около 76%, но может быть увеличена до 80%, т.е. в результате переработки тонны необогащенного коксующегося угля компания сможет получать 800 кг концентрата.

**Объем производства концентрата должен увеличиться к 2010 году на 94% по сравнению с 2006 годом**


(\*) год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Если к 2010 году "Распадская" будет добывать 17 млн. т необогащенного коксующегося угля, а обогатительная фабрика сможет перерабатывать только 12.25 млн. т, то компания будет вынуждена прибегать к услугам третьих сторон, как и сейчас, чтобы превратить около 4 млн. т исходного угля в концентрат, а остаток будет реализовываться как необогащенный коксующийся уголь. По нашим оценкам, в 2007 году компания получит 12.75 млн. т необогащенного коксующегося угля и 10.17 млн. т концентрата.

#### Объем услуг третьих сторон будет уменьшаться по мере увеличения производства на ОФ "Распадская"

тыс. т	2004	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П*
<b>ОФ Распадская</b>							
Переработка угля	0	1,199	6,892	9,500	10,500	12,250	12,250
Производство концентрата	0	929	5,356	7,600	8,400	9,800	9,800
Коэффициент переработки	N.A.	77%	78%	80%	80%	80%	80%
<b>Прочие (фабрика Кузбасская)</b>							
Переработка угля	7,702	6,272	1,719	3,250	3,840	4,000	4,000
Производство концентрата	5,956	4,692	1,315	2,565	3,034	3,160	3,160
Коэффициент переработки	77%	75%	76%	79%	79%	79%	79%
Переработка угля – всего	7,702	7,471	8,611	12,750	14,340	16,250	16,250
Производство концентрата – всего	5,956	5,621	6,671	10,165	11,434	12,960	12,960
Коэффициент переработки	77%	75%	77%	80%	80%	80%	80%
Необогащенный (сырой) уголь	2,931	2,246	2,001	50	40	250	750
% совокупного производства	28%	23%	19%	0%	0%	2%	4%

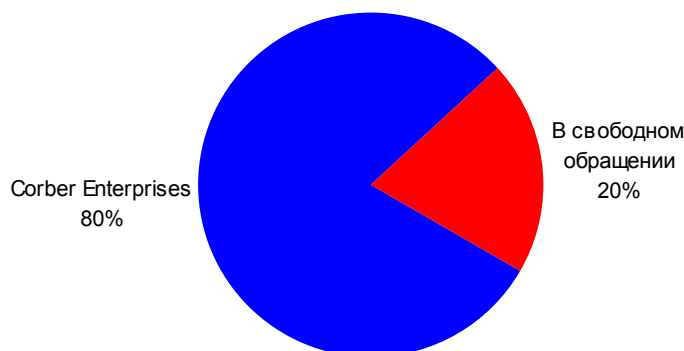
(\* год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

#### Компания контролируется менеджментом и Evraz Group

Основными акционерами "Распадской" являются Corber Enterprises (80%), принадлежащая Adroliv Investments (подлинные владельцы – менеджеры Геннадий Козовой и Александр Вагин) и Mastercroft Mining (подлинный владелец – Evraz Group).

#### В свободном обращении находится 20% акций "Распадской"



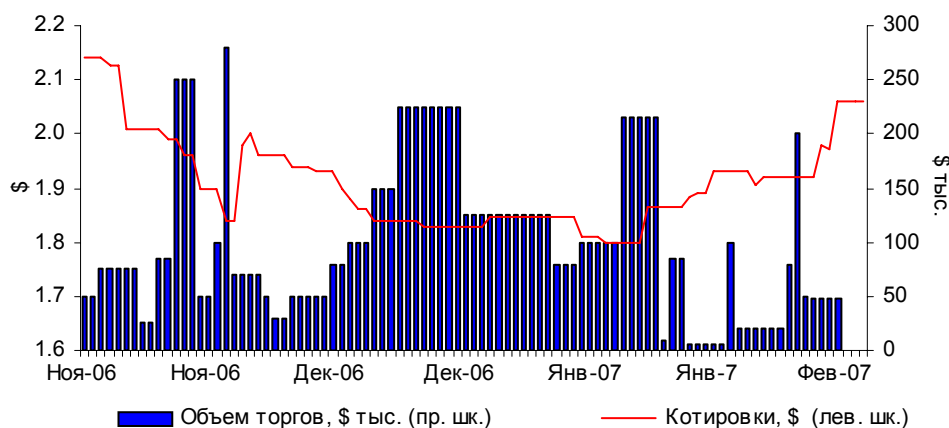
Источник: данные компании, оценки "Атона"

Геннадий Козовой, глава ОАО "Распадская", поступил на работу в компанию в 1978 году и стал ее руководителем в 1993 году. Александр Вагин начал работать на этом предприятии в 1983 году, в 1993 году возглавил совет директоров. Менеджмент акционерного общества обладает богатым опытом работы в угледобывающей промышленности, что позволило ему превратить "Распадскую" в одну из крупнейших в России угольных компаний.

## Слабая динамика акций после IPO

В ходе IPO в ноябре 2006 года к размещению предлагалось 140.8 млн. акций ОАО "Распадская" (18% уставного капитала). Цена предложения была установлена на уровне \$2.25 за обыкновенную акцию, валовая выручка составила около \$317 млн. Сразу после IPO рыночная капитализация компании приблизилась к \$1.76 млрд. Торги в РТС и на ММВБ начались в ноябре (тикер RASP). Динамика котировок акций после IPO была слабой, сейчас акции торгуются по цене около \$1.90. Мы объясняем это высокой ценой предложения, на основании которой компания была оценена с коэффициентом EV/EBITDA 2005 на уровне 6.4 и с коэффициентом EV/EBITDA 2006П на уровне около 8. Часть инвесторов была недовольна специализацией компании на добыче коксующегося угля (энергетический уголь казался им более привлекательным), волатильностью цен на коксующийся уголь в 2006 году и вероятностью неутешительных финансовых показателей за прошедший год. В последнее время акции отыгрывают свои позиции, поскольку инвесторы стали рассматривать "Распадскую" как компанию, обладающую долгосрочным потенциалом роста, обусловленного планами развития и разворотом цен на коксующийся уголь.

### Акции "Распадской" показали слабые результаты после IPO



Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

### "Распадская" не планирует участвовать в консолидации

После погашения долга и завершения первого этапа модернизации в 2000-2001 годах менеджмент компании вынашивал планы ее укрупнения. В качестве возможного варианта рассматривалось объединение активов "Распадской" с "Южжубассуглем" и "Сибуглеметом". Однако собственникам не удалось договориться об условиях слияния, поэтому сейчас компания выбрала органический рост в качестве основного пути развития.

### По данным за 2006 год, объем производства вырос на 9%

Недавно "Распадская" опубликовала предварительные данные о реализации продукции за 2006 год, согласно которым объем производства составил 10.6 млн. т, на 9% больше, чем в 2005 году, включая 6.5 млн. т угольного концентрата и 1.9 млн. т необогащенного угля. Во второй половине 2006 года компания реализовала 3.4 млн. т угольного концентрата и 1.3 млн. т необогащенного угля, тогда как в первом полугодии эти показатели составили соответственно 3.2 млн. т и всего 0.7 млн. т.



## В 2006 году "Распадская" увеличила добычу угля и продажи концентрата

тыс. т	2005	2006	2006/2005	1 пг. 06	2 пг. 06	2 пг. 06/1 пг. 06
<b>Производство</b>						
ОФ Распадская	6,395	7,368	15%	3,446	3,922	14%
Разрез Распадский	2,211	2,104	-5%	1,056	1,048	-1%
МУК-96	1,111	1,141	3%	633	507	-20%
<b>Всего</b>	<b>9,716</b>	<b>10,612</b>	<b>9%</b>	<b>5,135</b>	<b>5,478</b>	<b>7%</b>
<b>Объем реализации</b>						
Концентрат – внутренний рынок	4,706	5,125	9%	2,681	2,444	-9%
Концентрат – экспорт	925	1,423	54%	494	929	88%
<b>Совокупный объем реализации</b>	<b>5,631</b>	<b>6,548</b>	<b>16%</b>	<b>3,176</b>	<b>3,373</b>	<b>6%</b>
Сырой уголь – внутренний рынок	842	1,694	101%	620	1,075	73%
Сырой уголь экспорт	1,106	250	-77%	30	219	630%
<b>Совокупный объем реализации</b>	<b>1,948</b>	<b>1,944</b>	<b>0%</b>	<b>650</b>	<b>1,294</b>	<b>99%</b>
<b>Средневзвешенная цена реализации, \$/т</b>						
Концентрат – внутренний рынок	79.9	60.3	-25%	60.9	59.5	-2%
Концентрат – экспорт	65.2	52.2	-20%	49.2	54.3	10%
<b>Средневзвешенная цена реализации, \$/т</b>	<b>77.5</b>	<b>58.6</b>	<b>-24%</b>	<b>59.1</b>	<b>58.1</b>	<b>-2%</b>
Сырой уголь – внутренний рынок	48.8	32.7	-33%	35.1	31.5	-10%
Сырой уголь экспорт	44.7	32.6	-27%	32.7	33.1	1%
<b>Средневзвешенная цена реализации, \$/т</b>	<b>46.5</b>	<b>32.7</b>	<b>-30%</b>	<b>35.0</b>	<b>31.7</b>	<b>-9%</b>

Источник: данные компании, оценки "Атона"

В прошлом году произошли существенные изменения в структуре реализации: объем экспортных поставок концентрата коксующегося угля увеличился на 54% за счет высокого спроса со стороны металлургических и коксохимических предприятий Украины и стран Восточной Европы (особенно во второй половине года). Объем реализации необогащенного угля в России подскочил на 101% благодаря спросу со стороны сталелитейных компаний. Менеджмент компании подтвердил планы увеличения добычи угля до 12.8 млн. т и поставок концентрата до 9 млн. т в 2007 году.

## Рост выручки за счет увеличения продаж концентрата

Весьма амбициозные планы "Распадской" предусматривают увеличение добычи необогащенного коксующегося угля и выпуска концентрата, а также сокращение продаж необогащенного угля. Таким образом, если цены на коксующийся уголь (необогащенный и концентрат) останутся на прежнем уровне или вырастут, выручка компании увеличится на соответствующую величину. По нашим оценкам, в 2007 году "Распадская" поставит около 10.2 млн. т угольного концентрата, сведя к минимуму объем продаж исходного коксующегося угля. Согласно нашему прогнозу, в 2007 году выручка составит \$591 млн., причем основная ее часть поступит от реализации на внутреннем рынке.

## Выручка должна увеличиться за счет роста поставок и цен

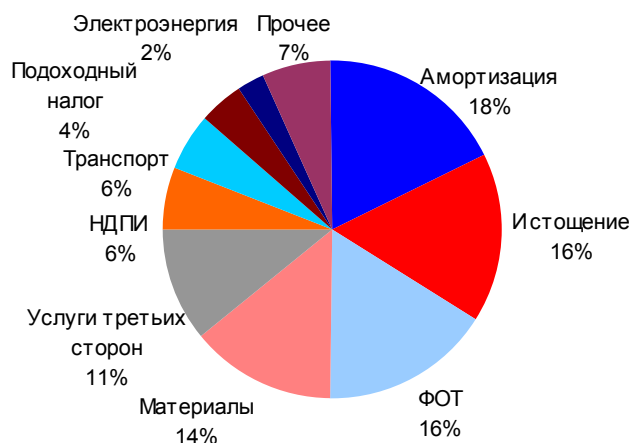
	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
<b>поставки, тыс. т</b>							
Концентрат – Россия	5,051	4,706	5,125	7,365	7,543	7,652	7,652
Концентрат – экспорт	902	925	1,423	2,800	2,867	2,908	2,908
Антрацитовый концентрат – Россия	0	0	0	0	512	1,200	1,200
Антрацитовый концентрат – экспорт	0	0	0	0	512	1,200	1,200
Концентрат – всего	5,953	5,631	6,548	10,165	11,434	12,960	12,960
Сырой уголь – Россия	1,286	842	1,695	42	33	208	623
Сырой уголь – экспорт	1,593	1,106	249	8	7	42	127
Сырой уголь – всего	2,879	1,948	1,944	50	40	250	750
<b>Совокупный объем поставок</b>	<b>8,832</b>	<b>7,579</b>	<b>8,492</b>	<b>10,215</b>	<b>11,474</b>	<b>13,210</b>	<b>13,710</b>
<b>Выручка, \$ млн.</b>							
Концентрат – Россия	274	376	309	442	492	552	556
Концентрат – экспорт	43	60	75	134	183	242	233
Концентрат – всего	316	436	384	576	676	794	789
Сырой уголь – Россия	37	41	56	1	1	7	21
Сырой уголь – экспорт	58	49	8	0	0	1	4
Сырой уголь – всего	94	91	64	2	1	8	24
Возмещение ж/д тарифов	5	5	8	5	5	5	5
Прочая выручка	5	9	8	8	8	8	8
<b>Совокупная выручка</b>	<b>421</b>	<b>541</b>	<b>463</b>	<b>591</b>	<b>690</b>	<b>815</b>	<b>827</b>
<b>Выручка, \$/т</b>							
Концентрат – Россия	54	80	60	60	61	61	62
Концентрат – экспорт	47	65	52	48	47	46	45
Антрацитовый концентрат – Россия	63	85	70	70	71	71	72
Антрацитовый концентрат – экспорт	55	110	119	100	95	90	85
Сырой уголь – Россия	29	49	33	33	33	33	33
Сырой уголь – экспорт	36	45	33	31	31	30	30

Источник: данные компании, оценки "Атона"

## Собственная обогатительная фабрика помогает контролировать денежные расходы

Основные статьи производственных затрат "Распадской" – это отчисления на амортизацию, износ, истощение запасов, оплату труда, сырье и материалы, услуги третьих сторон по обогащению угля, НДС и другие налоги (около 80% совокупных затрат в 2005 году).

### Самые крупные статьи расходов в 2005 году – амортизация, износ, ФОТ и сырье



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Ориентировочные денежные затраты на добычу необогащенного угля состоят в основном из оплаты труда рабочих и начислений соответствующих налогов плюс сырье/материалы и коммунальные услуги. Денежные затраты на разных шахтах неодинаковы и зависят от таких величин, как постоянные затраты и глубина шахты. "Распадская" несет самые большие постоянные затраты, поскольку уголь добывается на значительной глубине, как и на "Распадской коксовой" (ввод в строй запланирован на 2008 год). У МУК-96 самая низкая себестоимость, т.к. как она расположена на относительно небольшой глубине. Резкий рост совокупных денежных затрат в 2005 году по сравнению с предыдущим годом объясняется повышением объема добычи, уровня заработной платы, цен на сырье и материалы и тарифов на электроэнергию. Согласно прогнозам, в 2006 году уровень затрат не изменится по сравнению с 2005 годом, поскольку компания сократила объем горных работ, выполняемых третьими сторонами (существенная статья затрат в 2005 году). Мы полагаем, что в будущем денежные затраты будут расти в соответствии с инфляцией.

**По нашим прогнозам, денежные затраты будут расти в соответствии с инфляцией**

Прогноз денежных затрат (pro-forma)	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
<b>Денежные затраты на добычу сырого угля, \$ млн.</b>							
Распадская	74	84	94	107	116	126	136
Разрез Распадский	9	27	24	36	39	42	45
МУК-96	7	13	12	20	25	33	42
Распадская коксовая					19	47	51
<b>Всего</b>	<b>90</b>	<b>124</b>	<b>129</b>	<b>163</b>	<b>199</b>	<b>248</b>	<b>273</b>
<b>Денежные затраты, \$/т</b>							
Распадская	9.0	13.2	12.7	13.4	14.6	15.8	16.9
Разрез Распадский	6.3	12.3	11.2	11.8	12.8	13.9	14.9
МУК-96	7.4	11.7	10.5	11.1	12.0	13.0	14.0
Распадская коксовая					14.6	15.8	16.9
<b>Средневзвешенное</b>	<b>8.5</b>	<b>12.8</b>	<b>12.2</b>	<b>12.7</b>	<b>13.8</b>	<b>15.0</b>	<b>16.1</b>
<b>Денежные затраты на производство концентрата</b>							
<b>Уголь для производства концентрата, \$ млн.</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>105</b>	<b>162</b>	<b>198</b>	<b>244</b>	<b>261</b>
<b>Денежные затраты на переработку концентрата, \$ млн.</b>							
Распадская	0	2	9	14	16	21	22
Мощности третьих сторон	27	28	9	18	23	25	27
Транспортные затраты (всего)	14	15	4	8	10	11	12
<b>Совокупные затраты на переработку, \$ млн.</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>57</b>	<b>61</b>
Затраты на переработку, Распадская, \$/т	0.0	1.0	1.7	1.8	1.9	2.1	2.3
Затраты на переработку, сырье третьих сторон, \$/т	4.6	5.9	6.5	6.9	7.4	8.1	8.7
Затраты на транспортировку, сырье третьих сторон, \$/т	2.4	3.1	2.8	3.0	3.2	3.5	3.7
<b>Денежные затраты на переработку концентрата, \$ млн.</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>
<b>Совокупные затраты на переработку концентрата, \$ млн.</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>126</b>	<b>201</b>	<b>247</b>	<b>301</b>	<b>323</b>
Совокупные затраты на переработку концентрата, \$/т	17.9	25	19	20	22	23	25

Источник: данные компании, оценки "Атона"

В предполагаемые денежные затраты "Распадской" на производство угольного концентрата входит оплата услуг третьих сторон и затраты на перевозку исходного угля на их предприятия. Благодаря вводу в эксплуатацию ОФ "Распадская" в IV квартале 2005 года денежные затраты существенно сократились (себестоимость обогащения на "Распадской" и у третьих сторон составила в первой половине 2006 года \$1.7/и и \$6.5/и соответственно). Поэтому мы полагаем, что совокупные денежные затраты "Распадской" на обогащение уменьшатся с \$44 млн. в 2005 году до \$21 млн. в 2006 году отчасти за счет снижения транспортных расходов, которые, по нашим оценкам, упали в 2006 году почти в четыре раза по сравнению с 2005 годом. Компания планирует увеличить расчетную мощность обогатительной фабрики на 3.0 млн. т в 2008 году, что позволит ей перерабатывать 10.5 млн. т собственного исходного угля. Мы полагаем, что в будущем себестоимость обогащения будет расти в соответствии с инфляцией.

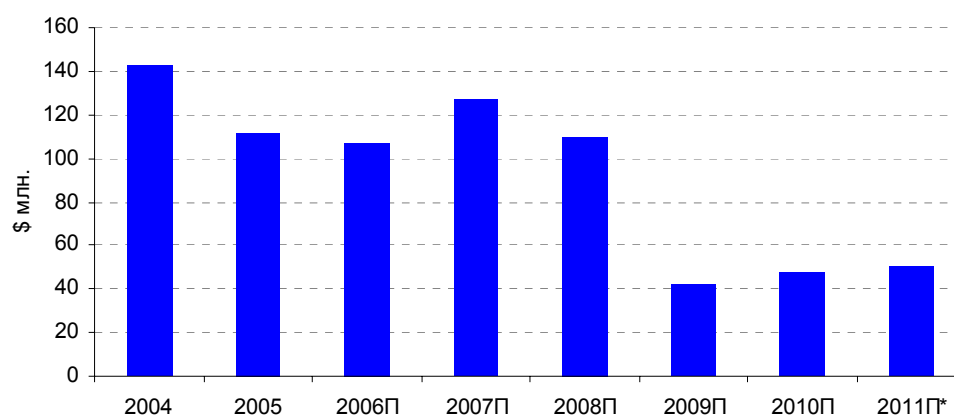
### Дивидендная политика предусматривает выплату не менее 25% чистой прибыли

"Распадская" намерена направлять на выплату дивидендов не менее 25% чистой прибыли, что соответствует коэффициенту выплат других горнодобывающих компаний. Основываясь на оценках прибыли в 2006-2007 годах, мы пришли к выводу, что дивиденды могут составить не менее \$0.03-0.05 на акцию (доходность 2-3%).

### Значительные капвложения в течение ближайших двух лет

В последние годы "Распадская" тратила много средств в основном на модернизацию, расширение производственных мощностей, строительство собственной обогатительной фабрики по производству концентрата коксующегося угля. В 2004-2006 годах компания направила на капвложения в общей сложности \$362 млн. и намерена выделить на эти цели еще \$327 млн. в ближайшие четыре года. Мы оцениваем долгосрочные капитальные затраты "Распадской" в \$50 млн.

#### "Распадская" планирует направить \$327 млн. на капвложения в 2007-2010 годах



(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

## Затраты на капвложения будущих периодов для расширения производства и модернизации

\$ млн.	Капвложения		Прогнозируемый эффект капвложений
	2004-2006	2007П-2010П	
Распадская	137	145	Модернизация производственных мощностей, производство 8 млн. т в год угля марок ГЖ и Ж
МУК-96	33	46	Повышение производства до 3 млн. т в год к 2010 году
Разрез Распадский	71	13	Повышение производства до 3 млн. т в год с 2010 года
ОФ Распадская	86	40	Сокращение затрат на переработку; расширение производственных мощностей до 10.5 млн. т в год
Распадская коксовая	28	73	Производство угля марки К – расширение производственных мощностей до 3 млн. т в год
Прочие	7	10	
<b>Всего</b>	<b>362</b>	<b>327</b>	

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Заключение: привлекательная динамично развивающаяся компания

"Распадская" входит в первую десятку производителей коксующегося угля в мире и занимает второе место в России. Компания разработала основательную стратегию, отличается благоприятным расположением и опытным менеджментом. Она получает основную часть выручки (75%) за счет продаж российским сталелитейным компаниям и коксохимическим заводам. Объем добычи рос в течение последних пяти лет на 10% в год, при этом компания планирует увеличить производство коксующегося угля на 60% к 2010 году. В будущем, по нашим прогнозам, выручка компании вырастет за счет роста продаж угольного концентрата, при этом "Распадская" сможет контролировать денежные затраты благодаря собственной обогатительной фабрике. В ближайшие два года сохранится высокий уровень капвложений, поскольку много средств тратится на модернизацию и расширение производственных мощностей. Компания находится под контролем менеджмента и Evraz Group; в ходе IPO, проведенного в ноябре 2006 года, было размещено 140.8 млн. акций (18% уставного капитала).

**Отчет о прибылях и убытках**

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка от реализации товаров и услуг	532	453	578	677	802	814	809	809
Прочая выручка	9	10	13	13	13	13	13	13
<b>Совокупная выручка</b>	<b>541</b>	<b>463</b>	<b>591</b>	<b>690</b>	<b>815</b>	<b>827</b>	<b>822</b>	<b>822</b>
Себестоимость реализации	-252	-246	-306	-354	-409	-434	-453	-450
<b>Валовая прибыль</b>	<b>289</b>	<b>217</b>	<b>284</b>	<b>337</b>	<b>406</b>	<b>392</b>	<b>369</b>	<b>372</b>
Коммерческие и административные затраты	-35	-52	-59	-61	-73	-74	-73	-73
Налоги, кроме налога на прибыль	-9	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Прочие операционные затраты	-10	-1	0	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	<b>148</b>	<b>60</b>	<b>114</b>	<b>162</b>	<b>222</b>	<b>212</b>	<b>193</b>	<b>200</b>
Амортизация	87	98	105	106	104	100	96	92
<b>Операционная прибыль</b>	<b>235</b>	<b>158</b>	<b>218</b>	<b>268</b>	<b>326</b>	<b>312</b>	<b>288</b>	<b>292</b>
Чистые процентные расходы	-9	-17	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Прочие доходы/расходы	4	1	0	0	0	0	0	0
<b>Балансовая прибыль</b>	<b>229</b>	<b>141</b>	<b>206</b>	<b>256</b>	<b>314</b>	<b>299</b>	<b>276</b>	<b>280</b>
Налог на прибыль	-64	-37	-49	-61	-75	-72	-66	-67
Доли миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Скорректированная чистая прибыль</b>	<b>165</b>	<b>104</b>	<b>157</b>	<b>195</b>	<b>239</b>	<b>228</b>	<b>210</b>	<b>213</b>

**Отчет о движении денежных потоков**

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Чистая прибыль	165	104	157	195	239	228	210	213
Амортизация	-87	-98	-105	-106	-104	-100	-96	-92
Изменение рабочего капитала	-41	48	-5	-5	-6	-1	0	0
Прочее	209	185	210	212	209	199	191	184
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>247</b>	<b>240</b>	<b>256</b>	<b>296</b>	<b>337</b>	<b>327</b>	<b>306</b>	<b>305</b>
Капвложения	-104	-107	-127	-110	-42	-48	-50	-48
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	12	32	0	0	0	0	0	0
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>-92</b>	<b>-75</b>	<b>-127</b>	<b>-110</b>	<b>-42</b>	<b>-48</b>	<b>-50</b>	<b>-48</b>
Изменение суммы долга	321	-24	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	-97	-59	-43	-46	-57	-58	-54	-53
Прочее	-306	16	0	0	0	0	0	0
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>-82</b>	<b>-67</b>	<b>-43</b>	<b>-46</b>	<b>-57</b>	<b>-58</b>	<b>-54</b>	<b>-53</b>

**Баланс**

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Денежные средства и их эквиваленты	38	92	178	317	555	776	979	1,183
Товарно-материальные запасы	24	30	36	41	47	50	52	51
Дебиторская задолженность	29	24	30	35	41	41	41	41
Прочие текущие активы	58	32	32	32	32	32	32	32
<b>Всего текущие активы</b>	<b>149</b>	<b>179</b>	<b>276</b>	<b>425</b>	<b>676</b>	<b>900</b>	<b>1,104</b>	<b>1,307</b>
Основные фонды	1,211	1,301	1,323	1,327	1,265	1,213	1,168	1,124
Инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные активы	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>Всего долгосрочные активы</b>	<b>1,213</b>	<b>1,304</b>	<b>1,326</b>	<b>1,330</b>	<b>1,268</b>	<b>1,216</b>	<b>1,171</b>	<b>1,127</b>
<b>Всего активы</b>	<b>1,362</b>	<b>1,483</b>	<b>1,602</b>	<b>1,756</b>	<b>1,944</b>	<b>2,117</b>	<b>2,275</b>	<b>2,434</b>
Краткосрочный долг	358	357	357	357	357	357	357	357
Кредиторская задолженность	17	30	36	41	47	50	52	51
Прочие краткосрочные обязательства	22	34	34	34	34	34	34	34
<b>Всего краткосрочные обязательства</b>	<b>398</b>	<b>421</b>	<b>426</b>	<b>432</b>	<b>438</b>	<b>441</b>	<b>443</b>	<b>442</b>
Долгосрочный долг	36	12	12	12	12	12	12	12
Прочие долгосрочные обязательства	221	236	236	236	236	236	236	236
<b>Всего долгосрочные обязательства</b>	<b>256</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>
Доли миноритариев	4	4	4	4	4	4	4	4
<b>Всего акционерный капитал</b>	<b>704</b>	<b>809</b>	<b>923</b>	<b>1,071</b>	<b>1,253</b>	<b>1,423</b>	<b>1,580</b>	<b>1,740</b>
<b>Всего обязательства и акционерный капитал</b>	<b>1,362</b>	<b>1,483</b>	<b>1,602</b>	<b>1,756</b>	<b>1,944</b>	<b>2,117</b>	<b>2,275</b>	<b>2,434</b>

Источник: данные компании, оценки "Атона"

## **"БЕЛОН": УГЛЕДОБЫВАЮЩАЯ КОМПАНИЯ С ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫМИ ИСТОЧНИКАМИ ВЫРУЧКИ**

"Белон" является средней по размерам угледобывающей компанией, которая производит угольный концентрат и занимает одно из ведущих мест на российском рынке стали. Кроме того, она занимается двумя непрофильными, но быстроразвивающимися направлениями бизнеса: производством строительных материалов и инновационных продуктов. Добыча угля рассматривается акционерной компанией как ключевой сегмент, который обеспечивает более 50% выручки и почти 90% чистой прибыли. Компания придерживается очень амбициозной модели развития и планирует увеличить добычу угля в 2007-2012 годах на 35%, а объем реализации стали – почти на 40% к 2010 году. Несмотря на проведение IPO в июле 2006 года, сохраняются такие основные риски, как низкая ликвидность, недостаточная прозрачность и практика корпоративного управления, а также недостаточно развитая взаимосвязь с инвесторами. Мы полагаем, что положение изменится к лучшему, если "Белон" осуществит планы размещения дополнительных акций или решит прибегнуть к заимствованиям, необходимым для реализации амбициозной стратегии развития.

### **Средние размеры, амбициозные цели**

"Белон" является средней по размерам угледобывающей компанией, которая производит угольный концентрат и занимает одно из ведущих мест на российском рынке стали. Компания работает в четырех сегментах бизнеса: добыча энергетического и коксующегося угля, реализация стали, производство строительных материалов и инновационной продукции. Ключевые направления – это уголь и сталь, тогда как строительные материалы и инновационная продукция считаются непрофильным бизнесом, который, тем не менее, "Белон" активно развивает и не планирует выделять в отдельную компанию. По словам менеджмента, присутствие компании на рынке обоих видов угля (энергетического и коксующегося) играет роль естественной страховки и положительно скажется на ее развитии.

### **Добыча угля – ключевой сегмент**

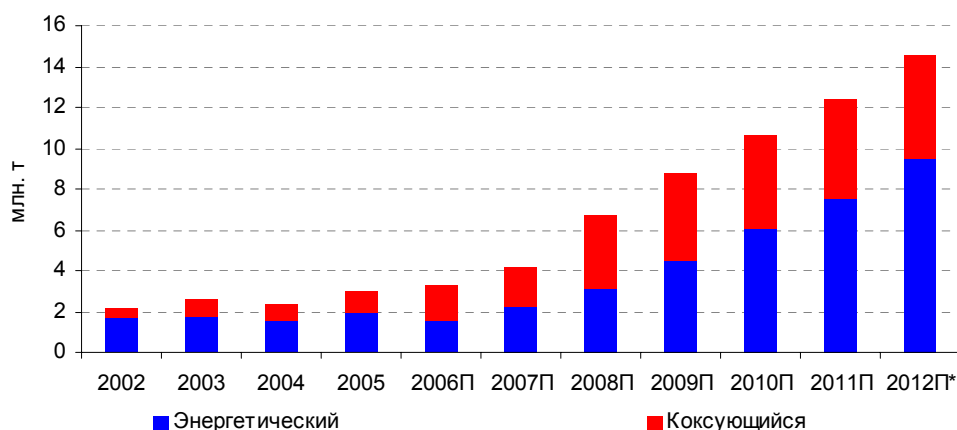
Добыча угля является приоритетным направлением хозяйственной деятельности "Белона": она обеспечивает более 50% выручки и почти 90% чистой прибыли. В ассортимент продукции угледобывающих структур входит как энергетический, так и коксующийся уголь.

**Горнодобывающие активы "Белона" расположены в богатом углем Кузбассе**


Источник: данные компании, оценки "Атона"

**Объем добычи энергетического угля будет расти на 35% в год в 2007-2012 годах**

Компания добывает уголь марки Д по российской системе классификации на шахте "Листвяжная" и продает его производителям электроэнергии. Часть продукции после специальной обработки используется в качестве угольного фильтра в металлургии.

**В 2007-2012 годах общий объем добычи угля будет расти на 29% в год**


(\*): год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Основными российскими потребителями продукции "Белона" являются Новосибирская и Кемеровская области, "Кузбассэнерго" и ассоциация "Сибирский уголь". Компания вывозит уголь по железной дороге за рубеж в Латвию, Литву, Польшу и Украину, а также поставляет его в Китай, Финляндию, Германию, Великобританию, Корею, Нидерланды, Испанию, Японию, на Кипр и Тайвань и другие страны через порты Находки, Мурманска и Высоцка. В целом, по нашим оценкам, в 2006 году "Белон" экспортировал примерно 35% продукции.

Добытый на "Листвяжной" уголь марки Д проходит обработку и подразделяется на два вида: ДСШ и ДКОМ. В процессе переработки для повышения теплотворной



способности угля снижается зольность и влажность. Использование очищенного угля с высокой теплотворной способностью позволяет производителям электроэнергии получать значительную экономическую выгоду и уменьшать отрицательное воздействие на окружающую среду.

#### Основная часть угля, добываемого на шахте "Листвяжная", поставляется производителям электроэнергии

Основные характеристики энергетического угля, шахта "Листвяжная"					
Марка угля	Зольность	Влажность	Сера	Летучесть	Теплотворность, Ккал/кг
ДР	20% max	12%	0.3%	43%–45%	5,100 min
ДСШ-1	19% max	11.5%	0.3%	43%–45%	5,300 max
ДСШ-2	15% max	11.5%	0.3%	43%–45%	5,500 min
ДКОМ (сортированный)	15% max	10%	0.3%	43%–45%	5,500 min
ДКОМ (концентрат)	5% max	8%	0.3%	43%–45%	6,000 min

Источник: данные компании

Компания планирует производить концентрат энергетического угля на новой обогатительной фабрике "Листвяжная", которая должна быть пущена в эксплуатацию в 2007 году. Фабрика и шахта составят основу производственно-энергетического комплекса, в который также войдут мощности по глубокой переработке угля. В перспективе последние послужат основой для создания производства инновационной продукции из энергетического угля.

Ставка менеджмента на энергетический уголь объясняется ростом его привлекательности в условиях повышения цен на газ. "Белон" выделяет средства на строительство новой обогатительной фабрики "Листвяжная", поскольку добываемый исходный уголь имеет низкое качество, а компания стремится поставлять на экспорт сырье более высокого качества по более выгодной цене.

#### "Белон" поставляет уголь крупнейшим металлургическим компаниям

Спекающийся уголь марок Ж, ГЖ, КС и КО обогащается мокрым способом на Беловской и Чертинской обогатительных фабриках до получения угольного концентрата низкой зольности.

#### В состав "Белона" входят две обогатительные фабрики

Фабрика	Марка	Максимальная зольность	Влажность (лето/зима)	Сера	Летучесть	Мин. толщина пластичной зоны
Беловская	Zh+GZh+KS	9.5%	8% / 7%	0.5%	33.0%	18 мм
Чертинская	GZh	9.5%	9% / 8%	0.5%	40.5%	17мм

Источник: данные компании, оценки "Атона"

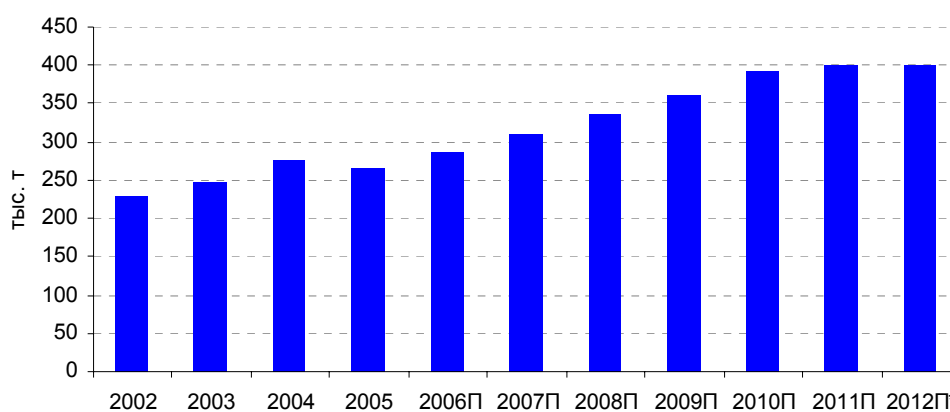
Компания поставляет угольный концентрат крупнейшим металлургическим и коксохимическим заводам. Беловская центральная обогатительная фабрика способна перерабатывать 5 млн. т сырья в год в уголь марок Г, ГЖ и КС. Она является одним из лидеров по объему обогащаемого угля и произведенной продукции. Производственные мощности Чертинской фабрики составляют 1 млн. т угольного сырья в год.

Так же как "Распадская", "Белон" заключает договоры с потребителями коксующегося угля на пять лет, что принесет ему немалую выгоду в долгосрочной перспективе. "Белон" уже подписал такие соглашения со своими крупнейшими потребителями – НЛМК и "Металлоинвестом" – и надеется, что ММК и некоторые итальянские и британские клиенты согласятся с подобными условиями.

## Сортовой прокат, листовая сталь и трубы – основной ассортимент продаваемой металлопродукции

"Белон" также занимается реализацией первичного проката и полуфабрикатов, поставляя потребителям сортовой прокат, полосовую сталь, трубы разных диаметров и металлоизделия. Прокат отгружается предприятиям угольной промышленности, крупным машиностроительным и строительным компаниям. С 1992 года объем продаж проката вырос более чем в десять раз, причем совокупный объем реализации приближается к 2 млн. т. "Белон" планирует занять 20% рынка металлоизделий Сибирского федерального округа к 2010 году и довести объем реализации до 394 640 т (287 тыс. т в 2006 году).

### Поставки металла будут расти на 7% в год в 2007-2012 годах



(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Региональная сеть "Белона" включает 16 складов проката и торговые точки в 11 городах России: Новосибирск, Москва, Санкт-Петербург, Липецк, Архангельск, Кемерово, Иркутск, Томск, Рязань, Омск и Магнитогорск.

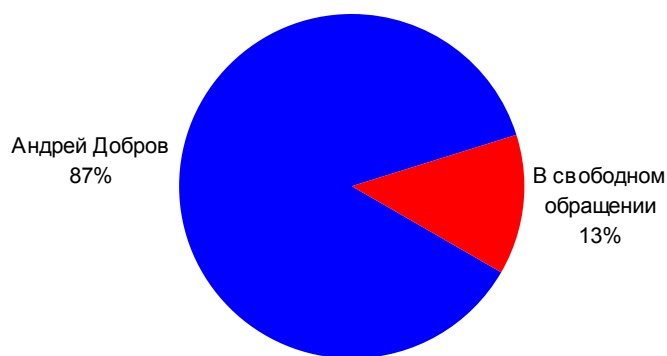
### Сегмент стройматериалов также растет

Ленинско-Кузнецкий завод строительных материалов выпускает глиняный строительный кирпич. Объем продукции вырос с 12.4 млн. штук в 1992 году до 32.8 млн. штук в 2006 году, и мы полагаем, что в будущем компания, как минимум, сохранит данный уровень производства. На каменоломне в Белово производится гравий трех основных размеров: 5х20 мм, 20х40 мм и 40х70 мм. В настоящее время "Белон" поставляет около 25 тыс. куб. м гравия в месяц.

### Основной акционер – глава "Белона"

"Белон" провел IPO в июле 2006 года, разместив дополнительные 1.5 млн. обыкновенных акций (13% всех акций) по цене \$38/акцию; таким образом, капитализация составила \$437 млн. Сроки размещения первичного предложения были выбраны неудачно, 25% акций не были востребованы инвесторами, поэтому компания реализовала акций только на \$57 млн. вместо запланированных \$100 млн. В настоящее время в свободном обращении находится 13% акций, 87% принадлежат главе компании Андрею Доброву, который возглавляет "Белон" уже более 16 лет. "Белон" намерен пройти процедуру листинга на одной из зарубежных фондовых бирж.

## Глава "Белона" контролирует 87% акций



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Добров основал "Белон" в 1991 году и в течение последних 16 лет работал над тем, чтобы превратить компанию в диверсифицированного производителя угля. В 1992 году "Белон" пришел на Беловскую обогатительную фабрику. В 2002 году он объединился с Чертинской обогатительной фабрикой, в 2003 году обменял свою долю в "Кузбассугле" на Листьяжную и Чертинскую коксовую шахты, принадлежавшие "Северстали". Спустя еще год компания приобрела шахту "Комсомольская", в 2006 году – "Новую-2" у "Северстали".

## Выход на мировые рынки и консолидация активов в России

Помимо органического роста, "Белон" намерен приобрести недооцененные горнодобывающие активы в Восточной Европе (Румыния, Болгария, Польша, Черногория и Сербия). Эксперты "Белона" считают, что консолидация российского рынка угля продолжится, при этом потенциальными платформами для объединения будут служить металлургические холдинги, например, Evraz Group.

## Стабильные цены после проведения IPO

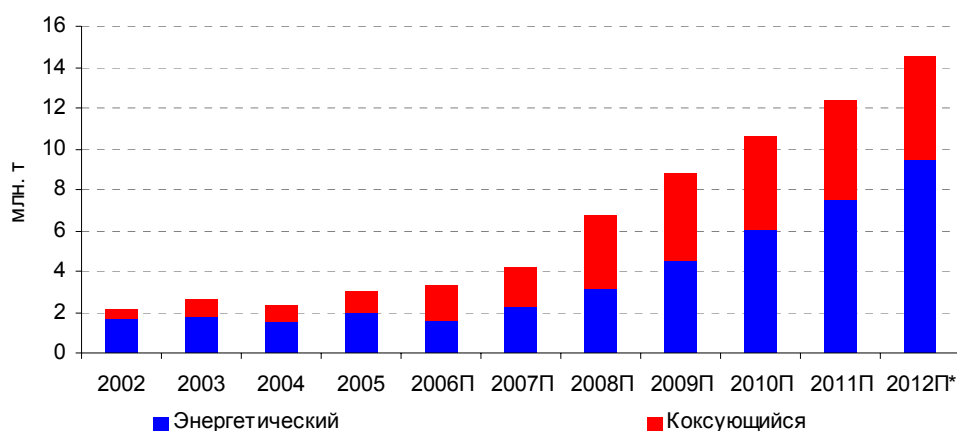
За период, прошедший после размещения IPO, цены на акции "Белона" практически не изменились. Объем торгов незначительный, котировки удерживаются на отметке \$38.75. Мы полагаем, что "Белон" пошел на проведение IPO на сумму \$57 млн., т.к. компания нуждалась в средствах для осуществления амбициозных планов развития. "Белон" по-прежнему испытывает дефицит денежных средств (\$100-150 млн.), поэтому, по нашим прогнозам, он снова будет размещать акции или возьмет кредит. Мы сомневаемся в том, что компания сможет продолжить реализацию программы наращивания капитала, не прибегая к внешним источникам финансирования, что, на наш взгляд, является значительным риском. Если компания не станет размещать дополнительные акции, можно ожидать роста ликвидности. Это положительно скажется на ценах.

## Совокупный объем добычи может достичь 10 млн. т к 2010 году

В течение последних пяти лет "Белон" увеличивал объем добычи угля примерно на 45% в год. Менеджмент считает, что по итогам 2006 года объем добычи составит 1.76 млн. т коксующегося и 1.56 млн. т энергетического угля. Совсем недавно компания утвердила план развития на 2007-2012 годы, предусматривающий значительное увеличение добычи коксующегося (22% в год) и энергетического (35% в год) угля. "Белон" намерен довести совокупный объем добычи до 10 млн. т к 2010

году. По нашему мнению, компания уделяет больше внимания энергетическому углю, понимая его привлекательность в долгосрочной перспективе в качестве альтернативы природному газу.

### Общий объем добычи угля будет расти в 2007-2012 годах на 29% в год



(\*год начала действия долгосрочных цен

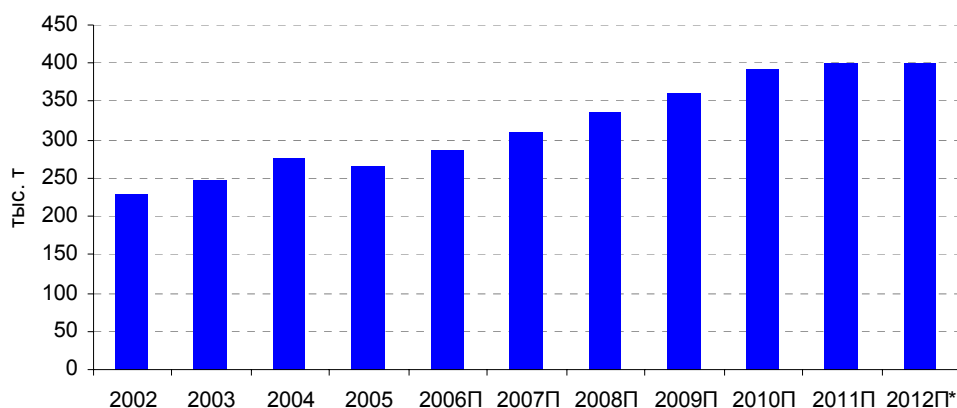
Источник: данные компании, оценки "Атона"

Как и другие угледобывающие компании, такие как «Распадская», «Белон» рассматривает возможность заключения долгосрочных контрактов (на пять лет) с потребителями своей продукции (в основном производители стали); мы считаем данный фактор положительным, поскольку в перспективе это будет поддерживать стабильность цен и выручки.

### "Белон" планирует занять 20% рынка металлоизделий

Стратегия акционерного общества предусматривает развитие такого направления, как торговля металлоизделиями, оборот которого растет на 6.5% в год. "Белон" намерен занять 20% рынка металлов в Сибирском федеральном округе к 2010 году и довести объем реализации до 394 640 т (287 тыс. т в 2006 году).

### Объем поставок металлопродукции будет расти в 2007-2012 годах на 7% в год



(\*год начала действия долгосрочных цен

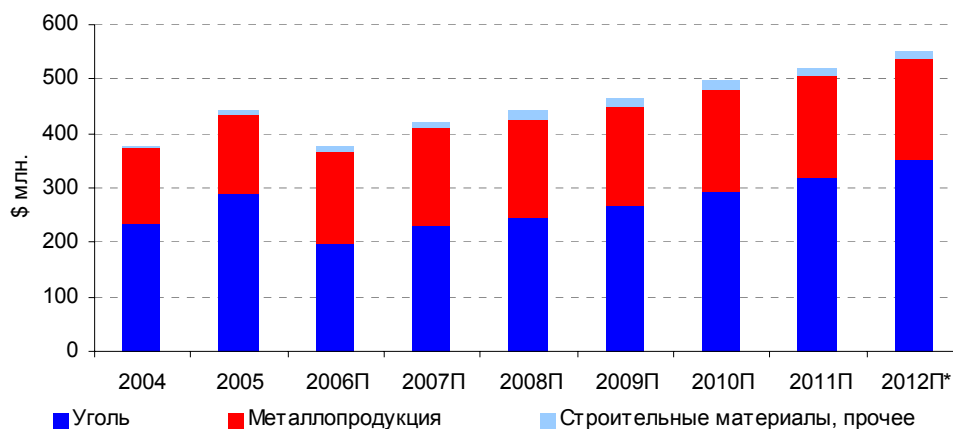
Источник: данные компании, оценки "Атона"

В последнее время компания достигла высоких результатов и в производстве строительных материалов: выпуск строительного кирпича вырос в 2006 году до 32.8 млн. штук; мы полагаем, что в будущем данный объем производства сохранится или даже увеличится.

### Выручка будет расти за счет увеличения поставок

По нашим прогнозам, выручка компании будет расти в основном за счет увеличения поставок, поскольку компания придерживается стратегии стремительного наращивания объемов добычи, а цены на основные виды товарного сырья вряд ли снизятся в ближайшей перспективе.

### Рост добычи и поставок должен привести к увеличению выручки



(\*год начала действия долгосрочных цен)

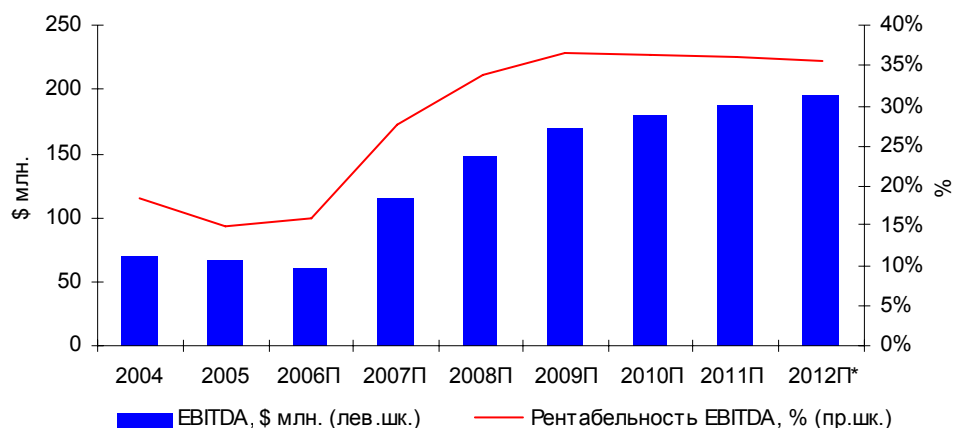
Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Себестоимость снизится за счет повышения эффективности и ввода в строй новой обогатительной фабрики

Менеджмент "Белона" раскрывает структуру затрат и не комментирует ее возможные изменения, поэтому мы используем структуру себестоимости "Распадской", чтобы дать приблизительную оценку расходов "Белона".

"Белон" планирует производить концентрат энергетического угля на новой Листвяжной обогатительной фабрике, что приведет к значительному снижению себестоимости продукции. Мы также ожидаем повышения рентабельности за счет увеличения производительности в результате капвложений.

### Рентабельность вырастет благодаря повышению производительности и новой обогатительной фабрике



(\*год начала действия долгосрочных цен)

Источник: данные компании, оценки "Атона"

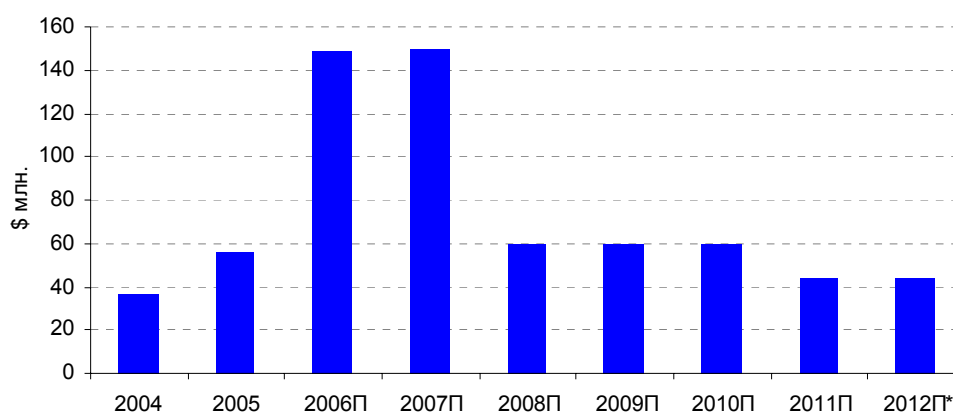
### Коэффициент дивидендных выплат составит 25%

В прошлом году "Белон" направил на выплату дивидендов около 34% чистой прибыли. Мы полагаем, что в будущем коэффициент выплат стабилизируется на уровне 25%, который соответствует показателям других горнодобывающих компаний. В краткосрочной перспективе выплата дивидендов может ограничиваться из-за огромных капвложений, однако основываясь на оценке чистой прибыли в 2006-2007 годах, мы полагаем, что "Белон" выплатит не менее \$0.55-1.30 на акцию (доходность 2-3%).

### Для будущего развития требуются значительные капвложения

В 1998-2006 годах "Белон" потратил около \$246 млн. на модернизацию находящихся в эксплуатации мощностей, на расширение производства и освоение новых направлений бизнеса. В рамках реализации амбициозного плана развития компания намерена инвестировать в период до 2010 года еще \$330 млн., включая не менее \$150 млн. в 2007 году. Основная часть капвложений будет направлена на завершение строительства Листвяжной обогатительной фабрики и шахты "Костромская", а также на модернизацию шахты "Листвяжная". Однако в настоящий момент объем денежных средств на балансе компании составляет примерно \$20 млн., что явно недостаточно для финансирования программы развития, поэтому, по нашим оценкам, "Белон" либо обратиться за кредитом, либо выпустит акции на сумму \$100-150 млн.

### Для финансирования стремительных темпов роста требуются крупные капвложения



(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Заключение: угледобывающая компания средних размеров с амбициозными планами развития

"Белон" является средней по размерам угледобывающей компанией, которая производит угольный концентрат и занимает одно из ведущих мест на российском рынке стали. Кроме того, она занимается двумя непрофильными, но быстроразвивающимися направлениями бизнеса: строительные материалы и инновационная продукция. Добыча угля рассматривается компанией как ключевой сегмент, который приносит более 50% выручки и почти 90% чистой прибыли. Компания придерживается очень амбициозной модели развития и планирует увеличить добычу угля в 2007-2012 годах на 35%, а объем реализации стали – почти на 40% к 2010 году. По нашим прогнозам, выручка компании будет расти в основном за счет увеличения поставок, при этом затраты могут снизиться благодаря повышению эффективности и ввода в строй новой обогатительной фабрики. Компании необходимы значительные капитальные вложения для финансирования будущего развития. Несмотря на проведение IPO в июле 2006 года, сохраняются

значительные риски, такие как низкая ликвидность, недостаточная прозрачность, практика корпоративного управления и плохо развитая взаимосвязь с инвесторами. Мы полагаем, что положение изменится к лучшему, если "Белон" осуществит планы размещения дополнительных акций или решит прибегнуть к заимствованиям, необходимым для поддержки амбициозной стратегии развития.

### Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка от реализации товаров и услуг	434	366	409	425	450	480	505	538
Прочая выручка	6	4	7	10	10	10	9	9
<b>Совокупная выручка</b>	<b>440</b>	<b>370</b>	<b>415</b>	<b>435</b>	<b>460</b>	<b>489</b>	<b>515</b>	<b>546</b>
Себестоимость реализации	-334	-285	-312	-305	-308	-328	-345	-366
<b>Валовая прибыль</b>	<b>106</b>	<b>85</b>	<b>104</b>	<b>131</b>	<b>152</b>	<b>161</b>	<b>170</b>	<b>180</b>
Коммерческие и административные затраты	-46	-35	-21	-22	-23	-24	-26	-27
Налоги, кроме налога на прибыль	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие операционные затраты	-7	-8	0	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	<b>66</b>	<b>60</b>	<b>116</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>197</b>
Амортизация	-12	-19	-33	-40	-41	-43	-44	-44
<b>Операционная прибыль</b>	<b>54</b>	<b>42</b>	<b>83</b>	<b>109</b>	<b>129</b>	<b>137</b>	<b>144</b>	<b>153</b>
Чистые процентные расходы	-5	-6	-6	-7	-7	-6	-5	-5
Прочие доходы/расходы	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Балансовая прибыль</b>	<b>49</b>	<b>35</b>	<b>77</b>	<b>102</b>	<b>122</b>	<b>131</b>	<b>139</b>	<b>148</b>
Налог на прибыль	-15	-10	-19	-25	-29	-31	-33	-36
Доли миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Скорректированная чистая прибыль</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>59</b>	<b>78</b>	<b>93</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>112</b>

### Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Чистая прибыль	34	26	59	78	93	100	106	112
Амортизация	12	19	33	40	41	43	44	44
Изменение рабочего капитала	-23	21	-6	-4	-6	-6	-5	-6
Прочее	-2	-22	0	0	0	0	0	0
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>22</b>	<b>43</b>	<b>86</b>	<b>114</b>	<b>128</b>	<b>137</b>	<b>144</b>	<b>150</b>
Капвложения	-56	-149	-150	-60	-60	-60	-44	-44
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	-5	4	0	0	0	0	0	0
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>-62</b>	<b>-145</b>	<b>-150</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>
Изменение суммы долга	75	109	80	0	0	-80	0	0
Дивиденды	-1	-13	-17	-18	-22	-24	-26	-28
Прочее	-9	-7	0	0	0	0	0	0
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>63</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-104</b>	<b>-26</b>	<b>-28</b>

### Баланс

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Денежные средства и их эквиваленты	32	20	19	55	100	73	147	225
Товарно-материальные запасы	38	36	38	37	38	40	42	45
Дебиторская задолженность	84	80	86	89	96	102	107	114
Прочие текущие активы	22	1	1	1	1	1	1	1
<b>Всего текущие активы</b>	<b>176</b>	<b>136</b>	<b>144</b>	<b>181</b>	<b>235</b>	<b>215</b>	<b>297</b>	<b>385</b>
Основные фонды	173	330	446	466	485	502	502	503
Инвестиции	1	1	1	1	1	1	1	1
Прочие долгосрочные активы	12	13	13	13	13	13	13	13
<b>Всего долгосрочные активы</b>	<b>185</b>	<b>344</b>	<b>460</b>	<b>480</b>	<b>499</b>	<b>516</b>	<b>517</b>	<b>517</b>
<b>Всего активы</b>	<b>362</b>	<b>480</b>	<b>604</b>	<b>662</b>	<b>734</b>	<b>732</b>	<b>814</b>	<b>902</b>
Краткосрочный долг	118	143	223	223	223	143	143	143
Кредиторская задолженность	50	42	45	43	44	47	50	53
Прочие краткосрочные обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Всего краткосрочные обязательства</b>	<b>167</b>	<b>185</b>	<b>268</b>	<b>266</b>	<b>267</b>	<b>190</b>	<b>193</b>	<b>196</b>
Долгосрочный долг	25	109	109	109	109	109	109	109
Прочие долгосрочные обязательства	10	13	13	13	13	13	13	13
<b>Всего долгосрочные обязательства</b>	<b>35</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>
<b>Всего акционерный капитал</b>	<b>159</b>	<b>172</b>	<b>214</b>	<b>273</b>	<b>344</b>	<b>419</b>	<b>499</b>	<b>583</b>
<b>Всего обязательства и акционерный капитал</b>	<b>362</b>	<b>480</b>	<b>604</b>	<b>662</b>	<b>734</b>	<b>732</b>	<b>814</b>	<b>902</b>

Источник: данные компании, оценки "Атона"

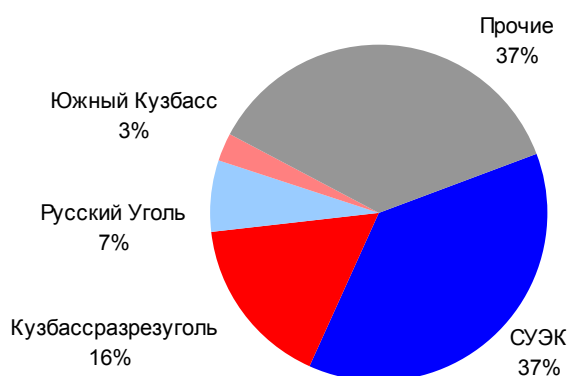
## "КУЗБАССРАЗРЕЗУГОЛЬ": БОЛЬШОЙ ПОТЕНЦИАЛ, НИЗКАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ

"Кузбассразрезуголь" занимает второе место в России по объему добычи энергетического угля после СУЭКа. На долю компании приходится около 25% всего добываемого в Кузбассе угля и 25% экспортных поставок угля из России. 11 дочерних предприятий "Кузбассразрезугля" разрабатывают 17 месторождений. В 2006 году объем добычи составил порядка 41.4 млн. т, включая 5-6 млн. т коксующегося угля. В 2007 году компания намерена добыть общей сложности 45.3 млн. т; по нашим прогнозам, объем добычи будет расти примерно на 4% в год до 2011 года включительно. Основным акционером компании является Искандер Махмудов (более 80%), которому также принадлежит контрольный пакет "Уральской горно-металлургической компании" (УГМК). Несмотря на очевидные потенциальные выгоды в условиях роста цен на энергетический уголь, составить надежный прогноз финансовых и производственных показателей не представляется возможным из-за трансфертного ценообразования и неудовлетворительной практики корпоративного управления.

### Второй по величине производитель энергетического угля в России

"Кузбассразрезуголь" занимает второе место в России по объему добычи энергетического угля после СУЭКа. На долю компании приходится около 25% всего добываемого в Кузбассе угля и четверть экспортных поставок угля из России.

**"Кузбассразрезуголь" находится на втором месте в России по объему добычи энергетического угля (40 млн. т)**



Источник: СУЭК, данные компаний



## "Кузбассразрезуголь" – крупнейшая угледобывающая компания в Кемеровской области



Источник: данные компании, оценки "Атона"

11 дочерних компаний "Кузбассразрезугля" разрабатывают 17 месторождений (в основном шахты открытой добычи). По оценкам, в 2006 году объем добычи достиг 41.4 млн. т, что на 3% выше уровня 2005 года. "Кузбассразрезуголь" добывает в основном энергетический уголь, но на его счету также 5-6 млн. т коксующегося угля, добываемого разрезами "Бачатский" и "Краснобродский".

### В 2005 году 11 дочерних компаний "Кузбассразрезугля" добычи 40 млн. т угля

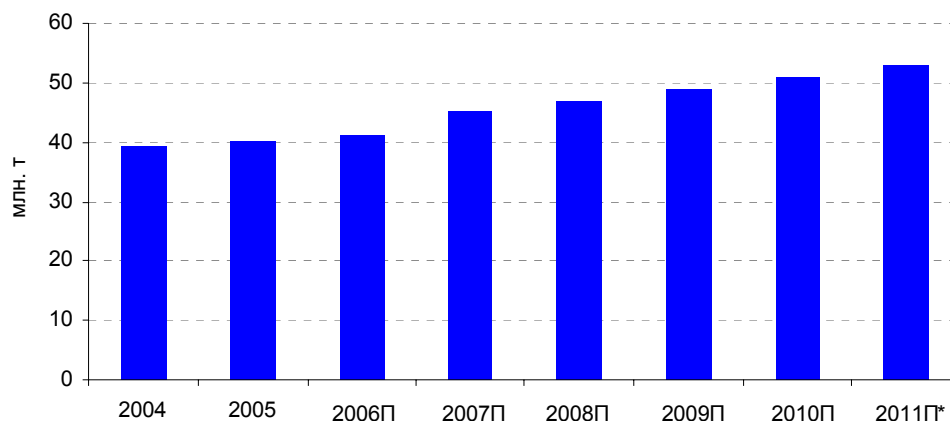
Добыча, тыс. т	2005	2006П	В год. сопост.	Запасы	Сорт угля
Кедровский	4,711	4,461	-5%	61	Слабоспекающийся (СС)
Моховский	2,784	2,817	1%	45	Длиннопламенный (Д)
Сартакинский	1,702	1,348	-21%	18	Длиннопламенный (Д)
Караканский	2,161	2,474	14%	25	Длиннопламенный (Д)
Бачатский	8,459	8,235	-3%	307	Слабоспекающийся (СС), коксующийся слабоспекающийся (КС)
Краснобродский	5,226	5,595	7%	284	Тощий (Т), коксующийся слабоспекающийся (КС)
Вахрышевский	1,609	1,723	7%	51	Слабоспекающийся (СС), длиннопламенный газовый (ДГ)
Талдинский	7,807	8,587	10%	301	Длиннопламенный газовый (ДГ)
Ерунаковский	2,803	3,030	8%	21	Газовый (Г), газовый жирный (ГЖ)
Калтанский	1,337	1,200	-10%	20	Тощий (Т)
Осинниковский	1,711	1,891	11%	33	Тощий (Т)
<b>Всего</b>	<b>40,310</b>	<b>41,360</b>	<b>3%</b>	<b>1,167</b>	

Источник: данные компании

## Мы прогнозируем небольшие темпы роста совокупного объема добычи на уровне 4%

Как видно из обновленных недавно данных о реализации, объем добычи вырос с 40.3 млн. т в 2005 году до 41.4 млн. т в 2006 году. Компания планирует довести объем добычи до 45.3 млн. т в 2007 году, однако умалчивает о расчетных показателях на последующий период. Мы полагаем, что "Кузбассразрезуголь" будет увеличивать добычу на 4% в год до 2011 года включительно, а начиная с 2012 года, ее объем стабилизируется на уровне 54 млн. т в год. По нашим оценкам, рост будет обусловлен в основном привлекательностью энергетического угля в условиях повышения цен на газ.

**Мы прогнозируем небольшие темпы роста добычи у "Кузбассразрезугля"**



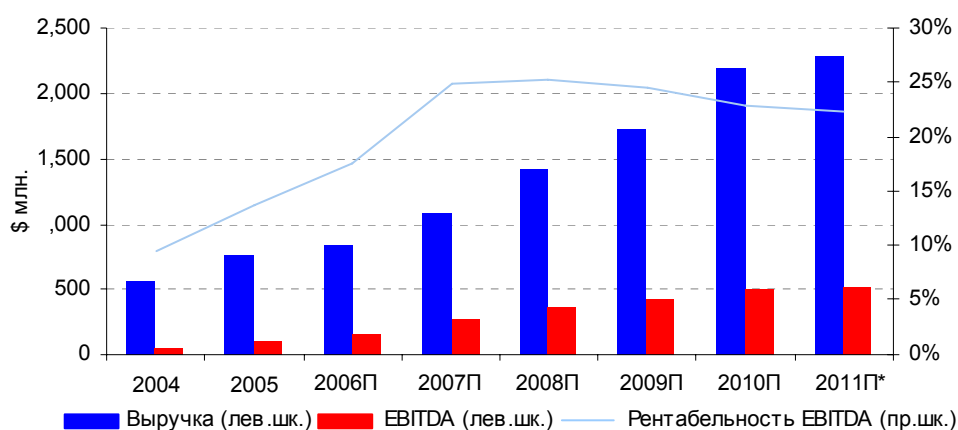
(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

**Консервативный финансовый прогноз из-за отсутствия информации**

**Трансфертное ценообразование – главная преграда на пути составления точного прогноза выручки и себестоимости.** "Кузбассразрезуголь" лишь один из многих российских конгломератов, прибегающих к трансфертному ценообразованию. Это существенно затрудняет процесс составления точных прогнозов выручки и себестоимости. Менеджмент не раскрывает информацию, поэтому нам не известно, в какой степени данный вопрос сохранит свою актуальность в будущем. Мы полагаем, что трансфертное ценообразование сохранится, и исходим из этого допущения, прогнозируя производственные показатели.

**Недостаточная достоверность прогнозов выручки и показателя EBITDA из-за трансфертного ценообразования**



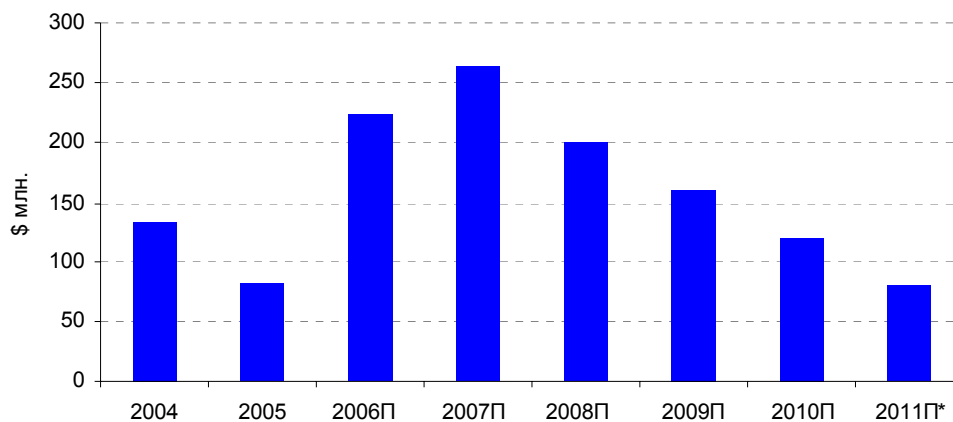
(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

**Мы предполагаем, что долгосрочные капвложения будут покрывать самые необходимые потребности в техобслуживании и ремонте.** Как и в отношении объемов добычи, менеджмент не предоставил никаких сведений о проектах развития, запланированных на период после 2007 года. По сообщениям "Интерфакса", в этом году "Кузбассразрезуголь" намерен выделить на капвложения около \$265 млн., на 15% больше нашего прогноза на прошлый год. Из этой суммы примерно 70% средств будет использовано для модернизации и расширения производства, причем львиная доля пойдет на покупку почти 2 тыс. ж/д вагонов, необходимых для удовлетворения

потребностей компании в транспортных перевозках. В будущем капвложения будут постепенно снижаться, пока не достигнут нашего долгосрочного прогноза на уровне \$80 млн.

### Значительные капвложения в 2007-2009 годах будут направлены на развитие компании



(\*год начала действия долгосрочных цен

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Заключение: перспективы роста омрачаются неудовлетворительной прозрачностью и практикой корпоративного управления

"Кузбассразрезуголь" занимает второе место в России по объему добычи энергетического угля после СУЭКа. На долю компании приходится около 25% всего добываемого в Кузбассе угля и четверть экспортных поставок угля из России. 11 дочерних компаний "Кузбассразрезугля" разрабатывают 17 месторождений. В 2006 году объем добычи достиг порядка 41.4 млн. т, из которых 5-6 млн. т приходится на коксующийся уголь. Компания планирует довести объем добычи до 45.3 млн. т в 2007 году; мы полагаем, он будет расти на 4% в год до 2011 года включительно. Основным акционером компании является Искандер Махмудов (более 80%), которому также принадлежит контрольный пакет "Уральской горно-металлургической компании" (УГМК). Несмотря на очевидные потенциальные выгоды в условиях роста цен на энергетический уголь, составить надежный прогноз финансовых и производственных показателей не представляется возможным из-за трансфертного ценообразования и неудовлетворительной практики корпоративного управления.

**Отчет о прибылях и убытках**

\$ млн., РСБУ	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка от реализации товаров и услуг	753	835	1,097	1,426	1,720	2,201	2,289	2,289
Прочая выручка								
<b>Совокупная выручка</b>	<b>753</b>	<b>835</b>	<b>1,097</b>	<b>1,426</b>	<b>1,720</b>	<b>2,201</b>	<b>2,289</b>	<b>2,289</b>
Себестоимость реализации	-532	-585	-713	-927	-1,118	-1,430	-1,488	-1,488
<b>Валовая прибыль</b>	<b>221</b>	<b>251</b>	<b>384</b>	<b>499</b>	<b>602</b>	<b>770</b>	<b>801</b>	<b>801</b>
Коммерческие и административные затраты	-142	-150	-197	-257	-310	-396	-412	-412
Налоги, кроме налога на прибыль	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие операционные затраты	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
<b>ЕВITDA</b>	<b>105</b>	<b>147</b>	<b>273</b>	<b>359</b>	<b>422</b>	<b>505</b>	<b>513</b>	<b>502</b>
Амортизация	-33	-55	-94	-125	-138	-139	-132	-121
<b>Операционная прибыль</b>	<b>72</b>	<b>92</b>	<b>178</b>	<b>234</b>	<b>284</b>	<b>366</b>	<b>381</b>	<b>381</b>
Чистые процентные расходы	-31	-40	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Прочие доходы/расходы	-23	0	0	0	0	0	0	0
<b>Балансовая прибыль</b>	<b>18</b>	<b>53</b>	<b>129</b>	<b>184</b>	<b>234</b>	<b>316</b>	<b>331</b>	<b>331</b>
Налог на прибыль	-7	-14	-33	-48	-61	-82	-86	-86
Доли миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>95</b>	<b>136</b>	<b>174</b>	<b>234</b>	<b>245</b>	<b>245</b>
Корректировки	-1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Скорректированная чистая прибыль</b>	<b>9</b>	<b>39</b>	<b>95</b>	<b>136</b>	<b>174</b>	<b>234</b>	<b>245</b>	<b>245</b>

**Отчет о движении денежных потоков**

\$ млн., РСБУ	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Чистая прибыль	10	39	95	136	174	234	245	245
Амортизация	33	55	94	125	138	139	132	121
Изменение рабочего капитала	-91	-24	-2	2	23	-28	-5	0
Прочее	18	0	0	0	0	0	0	0
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>-30</b>	<b>70</b>	<b>188</b>	<b>264</b>	<b>334</b>	<b>345</b>	<b>372</b>	<b>366</b>
Капвложения	-81	-224	-264	-200	-160	-120	-80	-80
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>-82</b>	<b>-224</b>	<b>-264</b>	<b>-200</b>	<b>-160</b>	<b>-120</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>
Изменение суммы долга	37	200	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>37</b>	<b>200</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

**Баланс**

\$ млн., РСБУ	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Денежные средства и их эквиваленты	62	109	33	96	270	495	787	1,072
Товарно-материальные запасы	32	42	48	62	75	95	99	99
Дебиторская задолженность	159	202	213	238	239	306	318	318
Прочие текущие активы	62	62	62	62	62	62	62	62
<b>Всего текущие активы</b>	<b>315</b>	<b>415</b>	<b>355</b>	<b>457</b>	<b>645</b>	<b>958</b>	<b>1,265</b>	<b>1,551</b>
Основные фонды	172	340	510	585	608	589	537	496
Инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные активы	163	163	163	163	163	163	163	163
<b>Всего долгосрочные активы</b>	<b>335</b>	<b>504</b>	<b>673</b>	<b>748</b>	<b>771</b>	<b>752</b>	<b>700</b>	<b>660</b>
<b>Всего активы</b>	<b>649</b>	<b>919</b>	<b>1,028</b>	<b>1,206</b>	<b>1,416</b>	<b>1,710</b>	<b>1,966</b>	<b>2,211</b>
Краткосрочный долг	17	17	17	17	17	17	17	17
Кредиторская задолженность	92	122	137	178	214	274	285	285
Прочие краткосрочные обязательства	25	25	25	25	25	25	25	25
<b>Всего краткосрочные обязательства</b>	<b>134</b>	<b>164</b>	<b>179</b>	<b>220</b>	<b>257</b>	<b>316</b>	<b>327</b>	<b>327</b>
Долгосрочный долг	283	483	483	483	483	483	483	483
Прочие долгосрочные обязательства	5	5	5	5	5	5	5	5
<b>Всего долгосрочные обязательства</b>	<b>288</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>
<b>Всего акционерный капитал</b>	<b>227</b>	<b>267</b>	<b>362</b>	<b>498</b>	<b>672</b>	<b>906</b>	<b>1,151</b>	<b>1,396</b>
<b>Всего обязательства и акционерный капитал</b>	<b>649</b>	<b>919</b>	<b>1,028</b>	<b>1,206</b>	<b>1,416</b>	<b>1,710</b>	<b>1,966</b>	<b>2,211</b>

Источник: данные компании, оценки "Атона"

## СУЭК: СОЗДАНИЕ НОВОГО ГИГАНТА ПРИ ПОДДЕРЖКЕ "ГАЗПРОМА"

СУЭК является крупнейшей в России и седьмой в мире угледобывающей компанией. В ее собственности находится 41 шахта подземной и открытой добычи в восьми регионах России, она добывает в основном энергетический уголь. СУЭК владеет значительными пакетами акций в 27 российских топливно-энергетических компаниях, на ее долю приходится порядка 30% продаж энергетического угля на внутреннем рынке и 20% экспортных поставок российского угля. СУЭК принадлежит Андрею Мельниченко и Сергею Попову. Запасы компании включают около 10.6 млрд. т угля (по российской системе классификации), их достаточно для добычи в течение более 100 лет при текущих объемах добычи бурого угля и антрацита. В феврале "Газпром" и СУЭК договорились о создании СП, которое объединит электроэнергетические и угольные активы и станет новым крупным игроком на рынке электроэнергии. Мы считаем, что данный шаг приведет к росту цен на уголь и электроэнергию, поскольку после разделения РАО "ЕЭС России" новая компания будет контролировать не менее 25% генерирующих мощностей страны.

### Крупнейший производитель угля будет расти за счет электроэнергетики

СУЭК является крупнейшей в России и седьмой в мире угледобывающей компанией. В ее собственности находится 41 шахта подземной и открытой добычи в восьми регионах России, она добывает в основном энергетический уголь. СУЭК владеет значительными пакетами акций в 27 российских топливно-энергетических компаниях, на ее долю приходится порядка 30% продаж энергетического угля на внутреннем рынке и 20% экспортных поставок российского угля. Аффилированные и дочерние компании СУЭКа расположены в Красноярском, Приморском и Хабаровском краях, Иркутской, Читинской и Кемеровской областях, Бурятии и Хакасии. Владельцы компании – Андрей Мельниченко и Сергей Попов.

#### Основные активы СУЭКа расположены в Сибири и на Дальнем Востоке



Источник: данные компании

**Запасы компании насчитывают около 10.6 млрд. т угля** по российской системе классификации, их достаточно для добычи в течение более 100 лет при текущих объемах добычи. СУЭК добывает как бурый уголь, так и антрацит. Компания специализируется на добыче энергетического угля, в списке основных потребителей ее продукции значатся российские электростанции, компании, обслуживающие муниципальные предприятия и жилищный сектор, федеральные корпорации и ведомства, такие как РЖД и Министерство обороны; часть продукции поставляется за рубеж.

**В 2006 году объем добычи составил около 90 млн. т угля**, на 6.6% больше, чем в 2005 году. В прошлом году компания поставила 86 млн. т (рост на 7% за год), в том числе на экспорт – 24 млн. т (+26%). За рубеж продукция вывозится в основном в Англию, Корею, Японию, Данию и Финляндию. Из 62 млн. т, реализованных на внутреннем рынке, 43 млн. т поставлено генерирующим компаниям. В 2005 году такие показатели по МСФО, как выручка, EBITDA и чистая прибыль достигли соответственно \$1.9 млрд., \$427 млн. и \$99 млн.

**8 февраля 2007 года СУЭК и "Газпром" договорились о создании СП**, которое должно стать крупнейшей в России частной угледобывающей компанией: на ее долю будет приходиться около 30% всего угля, добываемого в стране. "Газпрому" будет принадлежать 50%+1 акция, а СУЭКу – остальные бумаги. В состав новой компании войдут генерирующие и угольные активы, точный список дочерних предприятий должен быть обнародован в первой половине этого года. Мы полагаем, что "Газпром" внесет в новое СП примерно 11% принадлежащих ему акций РАО "ЕЭС России".

Объявление о создании СП прозвучало вскоре после того, как Владимир Путин еще раз подчеркнул необходимость изменения топливного баланса ТЭК России – от газа к углю. Для реализации этой задачи потребуется построить новые электростанции, работающие на энергетическом угле (сегодня он используется только на 13-16% электростанций). Правительство заверило, что намерено довести данное соотношение до 35% к 2015 году. Это вполне сравнимо с европейским уровнем, составляющим 30-35%, причем в Германии таких электростанций 50%, в Польше – 80%. Таким образом, заявление "Газпрома" и СУЭКа об СП мало кого удивило.

Мы рассматриваем данный шаг как логическое продолжение стратегии правительства, предусматривавшей в качестве первого этапа реструктуризацию РАО "ЕЭС России" (при весьма активном участии "Газпрома"), за которым последовало объявление о повышении внутренних тарифов на газ и переходе на уголь. По нашему мнению, одной из явных причин создания новой компании является стремление "Газпрома" получить доступ к богатейшим угольным ресурсам СУЭКа (чтобы заменить газ). В результате "Газпром" сможет поставлять больше газа на более выгодные рынки Западной Европы по мере того, как уголь будет вытеснять газ на внутреннем рынке.

В связи с созданием СП возникает целый ряд других важных вопросов, включая возникновение монополии на рынках, где будет работать новая компания (например, Сибирь), а также риск сохранения трансфертного ценообразования, широко используемого СУЭКом в настоящее время.

### **Заключение: крупнейший производитель угля превращается в ключевого игрока на рынке электроэнергии**

СУЭК является крупнейшей в России и седьмой в мире угледобывающей компанией. В ее собственности находится 41 шахта подземной и открытой добычи в восьми регионах России, она добывает в основном энергетический уголь. СУЭК владеет значительными пакетами акций в 27 российских топливно-энергетических компаниях, на ее долю приходится порядка 30% продаж энергетического угля на внутреннем рынке и 20% экспортных поставок российского угля. СУЭК принадлежит Андрею Мельниченко и Сергею Попову. Запасы компании включают около 10.6 млрд. т угля (по российской системе классификации), их достаточно для добычи в течение более 100 лет при текущих объемах добычи бурого угля и антрацита. На прошлой неделе "Газпром" и СУЭК договорились о создании СП, которое объединит электроэнергетические и угольные активы и станет новым крупным игроком на рынке электроэнергии. Мы считаем, что данный шаг приведет к росту цен на уголь и электроэнергию, поскольку после разделения РАО "ЕЭС России" новая компания будет контролировать не менее 25% генерирующих мощностей страны. Однако мы также отмечаем риск ненадлежащего отношения к миноритарным акционерам, владеющим акциями шахт СУЭКа.

# ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

## СТОИМОСТЬ "РАСПАДСКОЙ" И "БЕЛОНА" ЗАНИЖЕНА

Нам удалось составить финансовый прогноз и благодаря этому использовать методологию оценки стоимости на основе DCF только в отношении "Распадской" и "Белона". Исходя из таких допущений, как финансовые показатели и ставка дисконтирования, мы пришли к консервативному выводу о наличии потенциала роста на 37% и 18% соответственно. Акции обеих компаний также выглядят недооцененными по итогам сравнительного анализа с международными аналогами. Таким образом, мы рекомендуем **"Покупать"** акции "Распадской" и "Белона". Как мы уже отмечали, нам не удалось точно оценить будущие финансовые показатели "Кузбассразрезугля" и СУЭКа из-за недостаточной прозрачности и явного использования трансфертного ценообразования. Тем не менее, мы попытались определить их приблизительную стоимость, применяя методологию оценки на основе активов и ориентировочных финансовых результатов. Мы пришли к выводу о том, что некоторые "дочки" СУЭКа недооценены, хотя инвесторам следует помнить о значительных рисках, связанных с практикой корпоративного управления. "Кузбассразрезуголь" оказался непривлекательным по результатам расчетов с использованием обеих методологий.

### "Распадская" и "Белон" недооценены по фундаментальным показателям

Для расчета прогнозируемой стоимости "Распадской" и "Белона" применялась методология на основе DCF. Ни одна из этих компаний не использует трансфертное ценообразование, что позволяет составить обоснованный прогноз выручки и себестоимости на основе указанных выше финансовых оценок и допущений.

#### В моделях на основе DCF используется базовая ставка стоимости акционерного капитала в размере 11.8%

Предположение		Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.2	На основе доходности долгосрочных US Treasuries за 5 лет
Премия за риск инвестиций в Россию, %	1.0	На основе спреда долгосрочных российских еврооблигаций и US Treasuries (на конец 2007)
<b>Безрисковая ставка в России, %</b>	<b>6.2</b>	
Стандартная премия за акции, %	4.0	Историческая разница в доходности акций и облигаций
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	Усиления волатильности индекса РТС в 2006 году; средняя стандартная девиация в 1001-2006 годах – 1.4%
Премия за риск инвестиций в российские акции, %	5.6	
<b>Стоимость акционерного капитала, %</b>	<b>11.8</b>	

Источник: оценки "Атона"



Помимо стандартной ставки стоимости акционерного капитала, мы применяем коэффициент beta без учета долга на уровне 1.75 в отношении "Белона" и 1.5 в отношении "Распадской", который отражает низкую ликвидность их акций, а также наше представление о рисках. "Белон" выразил намерение разместить еще один выпуск акций в ближайшем будущем, что приведет к увеличению количества выпущенных акций и росту их ликвидности. Несмотря на незначительные объемы торгов из-за небольшого уровня капитализации "Распадской", ее акции являются самыми ликвидными среди бумаг российских угледобывающих компаний, поэтому мы присвоили ей более низкий коэффициент beta, равный 1.5.

Остаточные темпы роста у "Распадской" ниже (3%), т.к. она предполагает завершить основные программы развития в ближайшие 3-4 года, тогда как "Белон", будучи относительно молодой компанией, обладает более значительным потенциалом роста за счет вертикальной интеграции и расширения структуры дочерних предприятий (а также за счет специализации на более привлекательном энергетическом угле).

#### Обе компании недооценены на основе DCF

	Распадская	Белон
Остаточные темпы роста	3%	5%
Стоимость акционерного капитала	17.34%	20.97%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	1.40
Прогнозируемый коэффициент beta	1.50	1.75
Стоимость обслуживания долга (после налогов)	4.56%	7.60%
<b>WACC</b>	<b>13.50%</b>	<b>15.62%</b>
Прогнозируемая цена 2007П, \$	2.83	43.81
Текущая цена (9 фев.), \$	2.06	37.13*
<b>Потенциал роста</b>	<b>37%</b>	<b>18%</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>	<b>Покупать</b>

Источник: оценки "Атона"

Прогнозируемая стоимость "Распадской" и "Белона" на 2007 год предполагает наличие потенциала роста на 37% и 18% соответственно. Таким образом, мы рекомендуем **"Покупать"** акции обеих компаний. Заметим, однако, что из-за низкой ликвидности (особенно акций "Белона"), потенциал роста или снижения может существенно меняться в зависимости от разницы между ценами спроса и предложения

Ликвидность играет важнейшую роль в нашей методологии оценки стоимости. При более высоких значениях коэффициента beta, отражающих низкую ликвидность, повышается ставка WACC и вследствие этого снижается оценка стоимости. Как видно из приведенной ниже таблицы, прогнозируемые цены "Белона" и "Распадской" существенно вырастут, если повысится ликвидность их акций. Это особенно относится к "Белону", менеджмент которого планирует разместить акции в Лондоне в конце 2008 - начале 2009 года.

#### Низкая ликвидность отрицательно сказывается на прогнозируемых ценах "Распадской" и "Белона"

	Beta = 1	Beta = 1.5	Beta = 1.75
Прогнозируемая цена Распадской, конец 2007, \$	3.80	2.83	2.50
Потенциал роста/снижения	85%	37%	21%
Прогнозируемая цена Белона, конец 2007, \$	84.69	53.73	43.81
Потенциал роста/снижения	128%	45%	18%

Источник: оценки "Атона"

**Модель "Распадской" на основе DCF**
**Расчет PV будущего свободного денежного потока**

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка	591	690	815	827	822	822
Операционные затраты	-268	-316	-384	-415	-438	-438
ЕВИТДА	323	374	431	411	384	384
Амортизация	-105	-106	-104	-100	-96	-92
Операционная прибыль (ЕВИТ)	218	268	326	312	288	292
Минус: Налог на прибыль	-52	-64	-78	-75	-69	-70
Минус: Капвложения	-127	-110	-42	-48	-50	-48
Минус: Изменения рабочего капитала	-5	-5	-6	-1	0	0
Плюс: Амортизация	105	106	104	100	96	92
Свободный денежный поток	139	195	304	288	265	266
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.135	1.288	1.462	1.660	1.884
PV будущего FCF	139	172	236	197	160	141

**Совокупная PV будущего FCF 1,044**

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	266	Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Остаточные темпы роста	3%	Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Остаточная ставка дисконтирования	13.5%	Безрисковая ставка в России	6.2%
Остаточная стоимость, \$ млн.	2,609	Стандартная премия за акции	4.0%
<b>PV остаточной стоимости, \$ млн.</b>	<b>1,385</b>	Коэффициент повышенной волатильности в России	1.40

**Расчет прогнозируемой цены**

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	2,429	Премия за риск инвестиций в акции России	5.6%
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	278	Прогнозируемый коэффициент beta	1.50
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	4	Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.99
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	2,147	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>17.3%</b>
Кол-во обыкновенных акций, млн.	760	<b>Расчет WACC</b>	
		Совокупный долг, % от капитализации	30.0%
		Стоимость обслуживания долга (до налогов)	4.6%
		Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%
		Стоимость акционерного капитала	17.3%
		<b>WACC</b>	<b>13.5%</b>
<b>Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$</b>	<b>2.83</b>		
<b>Текущая цена обыкновенной акции (9-фев.), \$</b>	<b>2.06</b>		
<b>Потенциал роста/снижения</b>	<b>37%</b>		

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Модель "Белона" на основе DCF

#### Расчет PV будущего свободного денежного потока

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка	415	435	460	489	515	546
Операционные затраты	-299	-287	-290	-309	-327	-350
ЕБИТДА	117	149	170	180	188	197
Амортизация	-33	-40	-41	-43	-44	-44
Операционная прибыль (ЕБИТ)	83	109	129	137	144	153
Минус: Налог на прибыль	-20	-26	-31	-33	-35	-37
Минус: Капвложения	-150	-60	-60	-60	-44	-44
Минус: Изменения рабочего капитала	-6	-4	-6	-6	-5	-6
Плюс: Амортизация	33	40	41	43	44	44
Свободный денежный поток	-59	59	73	81	104	110
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.156	1.337	1.546	1.787	2.066
PV будущего FCF	-59	51	55	53	58	53

**Совокупная PV будущего FCF 210**

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	110	Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Остаточные темпы роста	5%	Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Остаточная ставка дисконтирования	15.6%	Безрисковая ставка в России	6.2%
Остаточная стоимость, \$ млн.	1,086	Стандартная премия за акции	4.0%
<b>PV остаточной стоимости, \$ млн.</b>	<b>526</b>	Коэффициент повышенной волатильности в России	1.40

#### Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	736	Премия за риск инвестиций в акции России	5.6%
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	232	Прогнозируемый коэффициент beta	1.75
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	0	Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	2.64
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	504	<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>21.0%</b>
Кол-во обыкновенных акций, млн.	11.5	<b>Расчет WACC</b>	
		Совокупный долг, % от капитализации	40.0%
		Стоимость обслуживания долга (до налогов)	7.6%
		Акционерный капитал, % от капитализации	60.0%
		Стоимость акционерного капитала	21.0%
		<b>WACC</b>	<b>15.6%</b>

Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$ 43.81

Текущая цена обыкновенной акции (9-фев.)\*, \$ 37.13

Потенциал роста/снижения 18%

(\* ) среднее между ценами заявок на покупку и продажу

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Сравнительная оценка стоимости: "Распадская" и "Белон" стоят недорого

Согласно результатам проведенного нами сравнительного анализа, "Распадская" и "Белон" недооценены по сравнению с аналогами развитых и развивающихся рынков. По нашему мнению, разница в цене объясняется в основном низкой ликвидности, т.к. на рынке торгуется очень мало акций "Распадской" и еще меньше акций "Белона". Кроме того, более низкие котировки акций "Распадской" частично обусловлены специализацией компании на коксующемся угле, а резкого скачка стоимости этого вида топлива не ожидается, в отличие от цен на энергетический уголь. В то же время, мы полагаем, что в случае повышения ликвидности "Распадская" и "Белон" в среднесрочной перспективе заслуживают премии по отношению к аналогам за счет прогноза высоких темпов роста добычи. Итак, премия за рост и дисконт за ликвидность в целом компенсируют друг друга, поэтому есть все основания полагать, что в будущем акции "Распадской" и "Белона" будут торговаться со средневзвешенными коэффициентами, присущими сходной группе компаний.

**"Распадская " и "Белон" выглядят недорогими по сравнению с аналогами**

	Цена, \$ 9-Фев-07	Валюта	Рын. кап. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/EBITDA <sup>3</sup>			P/E <sup>2,3</sup>		
					2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
<b>Россия<sup>1</sup></b>										
Белон	37.13	USD	427	659	10.9	5.7	4.4	16.7	7.3	5.5
Распадская	2.06	USD	1,611	1,893	7.4	5.9	5.1	15.2	10.0	8.0
<b>Среднее</b>					<b>9.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>15.9</b>	<b>8.6</b>	<b>6.8</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Yanzhou Coal Mining	0.92	HKD	4,891	4,081	6.3	5.7	5.4	13.7	12.5	11.0
Shanxi Guoyang New Energy	2.24	CNY	1,080	933	6.5	6.1	5.6	13.2	11.9	11.6
China Shenhua Energy	2.57	HKD	46,423	52,797	11.3	10.0	8.8	20.8	16.7	15.0
Shanxi Xishan Coal	1.68	CNY	2,034	2,243	9.3	8.7	8.5	15.9	15.3	14.9
Henan Shen Huo Coal	1.63	CNY	814	987	N.A.	N.A.	N.A.	15.0	11.6	N.A.
Centennial Coal	2.15	AUD	647	1,205	9.7	7.7	5.8	43.7	19.4	11.3
<b>Среднее</b>					<b>8.6</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>20.4</b>	<b>14.6</b>	<b>12.8</b>
<b>Развитые рынки</b>										
Peabody Energy	40.9	USD	10,782	13,753	12.9	9.6	7.5	18.6	13.8	10.8
Arch Coal	30.2	USD	4,287	5,458	9.9	8.4	5.9	17.3	12.2	8.2
Massey Energy	23.5	USD	1,892	2,758	7.8	6.3	5.7	35.9	17.0	13.5
Consol Energy	34.9	USD	6,377	6,841	8.4	7.3	6.1	16.3	13.3	10.7
Foundation Coal	32.0	USD	1,455	2,045	5.2	4.4	4.0	20.0	13.3	8.7
Alpha Natural Resources	14.1	USD	913	1,366	4.6	4.1	3.9	9.0	6.8	5.8
<b>Среднее</b>					<b>8.1</b>	<b>6.7</b>	<b>5.5</b>	<b>19.5</b>	<b>12.7</b>	<b>9.6</b>

<sup>(1)</sup> Рекомендации и прогнозы прибыли Белона и Распадской по оценкам "Атона", остальные показатели по данным Bloomberg и First Call

<sup>(2)</sup> Все показатель EPS от основной деятельности без учета одноразовых статей

<sup>(3)</sup> Мы считаем, что показатели P/E и EV/EBITDA ниже 0 и выше 60 непоказательными

Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки "Атона"

## В ходе оценки дочерних компаний СУЭКа и "Кузбассразрезугля" использовались два подхода

Как мы уже отмечали, нам не удалось подготовить значимые финансовые оценки "Кузбассразрезугля" и СУЭКа из-за недостаточной прозрачности и явного использования трансфертного ценообразования. Тем не менее, мы попытались приблизительно оценить их стоимость посредством оценки активов и предполагаемых финансовых показателей.

### Некоторые дочерние компании СУЭКа выглядят привлекательными по коэффициентам на основе активов

Мы оцениваем стоимость российских угольных компаний коэффициентам EV/Добыча и EV/Запасы. Судя по коэффициенту EV/Добыча, все дочерние компании СУЭКа торгуются с дисконтом по отношению к "Белону", "Распадской" и даже "Кузбассразрезуглю". То же самое можно сказать о коэффициенте EV/Запасы – "дочки" СУЭКа в среднем существенно дешевле аналогов. "Кузбассразрезуголь" выглядит недорогим по сравнению с "Белоном" и "Распадской" по коэффициенту EV/Добыча, но остается дороже дочерних компаний СУЭКа.

Хотя, на первый взгляд, акции "Кузбассразрезугля" могут показаться дешевыми по сравнению с бумагами "Белона" и "Распадской", они дороже акций дочерних компаний СУЭКа. Одна из главных причин кажущейся недооценки "дочек" СУЭКа заключается в качестве угля, т.к. на большинстве шахт добывается бурый уголь и только на немногих – антрацит, да и то не очень высокого качества. Кроме того, основная часть угля, добываемого на шахтах СУЭКа, идет на собственное потребление на электростанциях компании. Небольшая часть продукции, поставляемой на экспорт, имеет хорошие экологические характеристики, поэтому подходит для вывоза за рубеж. Качество продукции "Кузбассразрезугля" лучше, и она поставляется за границу. По этой причине "Кузбассразрезуголь" заслуживает более высоких коэффициентов, чем СУЭК.

## Дочерние компании СУЭКа стоят недорого из-за низкого качества продукции

\$ млн. На 9 февраля 2007	Цена (обыкн.) \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	Добыча, 2006П млн. т	Запасы,* млн. т	EV/Добыча, \$/т	EV/Запасы, \$/тыс. т
Белон**	37.13	427	659	3	376	200	1,751
Распадская	2.06	1,611	1,621	11	1,467	153	1,105
Южный Кузбасс	31.0	1,469	1,469	17	340	87	4,318
Воркутауголь	181	599	474	12	320	39	1,482
Кузбассразрезуголь	0.47	2,898	2,898	41	1,200	70	2,415
<b>Дочерние компании СУЭКа</b>							
Шахта им. Кирова	400	88	85	4	958	21	89
Шахта Комсомолец	400	49	49	2	103	24	474
Шахта Красноярская	77.0	24	24	1	55	17	432
Шахта Польшаевская	200	21	22	2	73	11	300
Приморскуголь	90.0	77	80	4	331	20	242
Разрез Березовский-1	440	145	107	5	3,706	21	29
Разрез Бородинский	860	251	280	19	934	15	299
Разрез Назаровский	120	53	28	5	389	6	73
Шахта им. 7 Ноября	370	69	62	4	62	15	997
<b>Среднее</b>						<b>41</b>	<b>1,395</b>

(\* Запасы категории A+B+C1+C2; (\*\*) среднее между ценами заявок на покупку и продажу

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы также рассчитали справедливую стоимость шахт СУЭКа и "Кузбассразрезугля" исходя из ориентировочных данных, рассчитанных на основе допущения отказа от трансфертного ценообразования. Мы использовали собственные оценки на 2007 год таких показателей, как добыча, экспортные и внутренние поставки, средняя себестоимость и транспортные расходы в расчете на тонну продукции. При прогнозировании выручки и показателя EBITDA по итогам 2007 года мы учитывали разные цены на уголь (в зависимости от компании и качества угля). Наконец, для расчета прогнозируемой стоимости и рыночной капитализации шахт "Кузбассразрезугля" и СУЭКа применялся коэффициент EV/EBITDA 2007 на уровне 6.5 (соответствующие усредненные значения по "Распадской" и "Белону", исходя из справедливой стоимости и EBITDA, прогнозируемых на 2007 год).

## По результатам расчетов на основе ориентировочных финансовых оценок некоторые «дочки» СУЭКа оказались недооцененными; у СУЭКа может быть иная точка зрения

	Разрез Бородинский Бурый (2Б)	Разрез Назаровский Бурый (2Б)	Разрез Березовский Бурый (2Б)	Приморскуголь Бурый (1Б, 2Б)	Шахта Польшаевская Антрацит (Г)	Шахта Комсомолец Антрацит (Г)	Шахта им. Кирова Антрацит (Г)	Шахта 7 Ноября Антрацит (Г)
Сорт угля	Бурый (2Б)	Бурый (2Б)	Бурый (2Б)	Бурый (1Б, 2Б)	Антрацит (Г)	Антрацит (Г)	Антрацит (Г)	Антрацит (Г)
Запасы (A+B+C1+C2), млн. т	934	389	3,706	331	73	103	958	62
Тикер	RBOR	RNAZ	RBEZ	PRUG	SHPL	SHKM	CHKI	SHSN
<b>Структура акционеров*</b>								
СУЭК/МДМ, %	80	78	75	63	70	16	73	94
Прочие, %	0	0	14	14	15	56	9	0
В свободном обращении, %	20	22	11	22	15	29	18	6
<b>2007П</b>								
Добыча, млн. т	19	5	5	4	2	2	4	4
Поставки, млн. т	19	5	5	4	2	2	4	4
Операционные затраты, \$/т	5	6	7	16	16	14	14	15
Цена, внутренний рынок, \$/т	9	9	10	20	22	25	24	23
Выручка, \$ млн.	171	41	50	80	44	50	94	81
Операционные затраты, \$ млн.	93	26	33	62	31	29	56	53
Прочие затраты, \$ млн.	14	3	4	6	4	4	8	6
EBITDA, \$ млн.	64	11	13	11	10	17	30	22
EBITDA на т	3	2	3	3	5	9	8	6
<b>2007П EV/EBITDA, X</b>								
2007П EV, \$ млн.	417	70	83	74	62	112	197	140
2006П чистый долг, \$ млн.	19	-25	-38	3	1	0	-3	-7
Рын. кап., \$ млн.	398	95	121	71	61	111	200	147
Кол-во акций, млн.**	0.365	0.445	0.385	1.092	0.130	0.153	0.275	0.233
<b>2007П FV, \$</b>	<b>1,091</b>	<b>214</b>	<b>314</b>	<b>65</b>	<b>470</b>	<b>730</b>	<b>727</b>	<b>633</b>
Текущая цена, \$***	860	230	440	90	200	400	400	370
<b>Потенциал роста/снижения, %</b>								
	<b>27%</b>	<b>-7%</b>	<b>-29%</b>	<b>-28%</b>	<b>135%</b>	<b>82%</b>	<b>82%</b>	<b>71%</b>

(\* на 30 июня 2006; прочие могут включать МДМ/СУЭК; (\*\*) эквивалент обыкновенных акций в обращении; (\*\*\*) цена последней сделки

Источник: данные компаний, SPARK, оценки "Атона"

### Мы рассчитали прогнозируемую стоимость "Кузбассразрезугля" на основе оценок на 2007 год при условии отказа от трансфертного ценообразования

	Основные предположения
Добыча, млн. т	45
<b>Поставки, млн. т</b>	
Энергетический уголь, экспорт	21
Энергетический уголь, внутренний рынок	19
Коксующийся уголь, экспорт	0.4
Коксующийся уголь, внутренний рынок	4
<b>Затраты</b>	
Производственные затраты, \$/т	16
Транспортные затраты, \$/т	26
<b>Цены</b>	
Энергетический уголь, экспорт, FOB, \$/т	50
Энергетический уголь, внутренний рынок, \$/т	24
Коксующийся уголь, экспорт, FOB, \$/т	77
Коксующийся уголь, внутренний рынок, \$/т	62
<b>Прогноз финансовых показателей</b>	
Выручка, \$ млн.	1,821
Производственные затраты, \$ млн.	713
Транспортные затраты, \$ млн.	585
Прочие операционные затраты, \$ млн.	146
EBITDA, \$ млн.	377
<b>2007П EV/EBITDA, X</b>	<b>6.5X</b>
<b>Расчет прогнозируемой цены</b>	
Подразумеваемый EV, \$ млн.	2,450
Чистый долг 2006П, \$ млн.	391
Подразумеваемая капитализация, \$ млн.	2,060
Количество акций, млн.	6,134
<b>Прогнозируемая цена обыкновенной акции 2007П, \$</b>	<b>0.34</b>
Текущая цена, \$ (9-фев.)	0.47
<b>Потенциал роста/снижения %</b>	<b>-29%</b>

*Источник: данные компании, оценки "Атона"*

Мы провели отдельный анализ по "Кузбассразрезуглю", т.к. компания продает свою продукцию не только на внутреннем, но и на внешнем рынке, в отличие от большинства "дочек" СУЭКа. Кроме того, "Кузбассразрезуголь" производит коксующийся уголь, который стоит дороже, чем энергетический.

Согласно оценкам на основе приблизительных данных, акции шахты "Полысаевская", "Комсомолец" и шахты "им. 7 Ноября" обладают потенциалом роста до прогнозируемых цен. Однако прогнозируемая стоимость "Кузбассразрезугля", рассчитанная на основе этой методологии, оказалась намного ниже текущих котировок. Кроме того, инвесторам следует рассматривать наши оценки стоимости "дочек" СУЭКа с учетом значительных рисков, связанных с корпоративным управлением.

### СУЭК: значительный риск корпоративного управления несмотря на потенциал роста

СУЭК объявил о планах проведения IPO в 2007 году, которому будет предшествовать консолидация и реструктуризация активов, включая объединение активов, расположенных в Кузбассе, Владивостоке, Красноярске и Иркутске в отдельные дочерние предприятия. В декабре 2006 года СУЭК сообщил о создании новой крупной дочерней компании "СУЭК-Кузбасс" с целью консолидации активов в Кузбассе (шахта "им. Кирова", шахта "им. 7 Ноября" и др.). Первоначальные условия выглядят удручающее для миноритарных инвесторов соответствующих дочерних компаний; например, СУЭК предлагает \$193 за одну акцию шахты "им. 7 Ноября", что составляет примерно половину цены последней сделки, составившей \$370, и на 70% ниже рассчитанной на основе примерных данных прогнозируемой стоимости, равной \$633. Таким образом, существует риск ненадлежащего отношения к миноритарных акционерам шахт, акции которых торгуются на рынке, во время проведения консолидации, причем положение может усугубиться из-за объявленного намерения создать СП с "Газпромом" – все это может отрицательно сказаться на котировках менее ликвидных компаний, находящихся под контролем СУЭКа. Таким образом, несмотря на потенциальную привлекательность некоторых "дочек" СУЭКа,

результаты оценки стоимости на основе активов и примерных коэффициентов указывают на сохранение весьма значительного риска, что СУЭК будет придерживаться другой точки зрения об их стоимости (намного меньшей); в этом случае миноритарным акционерам не позавидуешь.

## **Заключение: наши фавориты в секторе – "Распадская" и "Белон"; мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний**

**Нашими основными фаворитами в отрасли являются ОАО "Распадская" и ОАО "Белон"; мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний.** Из всех публичных российских угледобывающих компаний мы отдаем предпочтение "Распадской" и "Белону" за их относительную независимость, прозрачность и прогноз сильного роста в среднесрочной перспективе. Их акции обладают потенциалом роста на 18-37% до прогнозируемых цен на основе DCF; оценочные коэффициенты также выглядят привлекательными. Если ликвидность акций "Распадской" и "Белона" повысится и достигнет уровня бумаг других компаний "второго эшелона", прогнозируемая стоимость увеличится, а потенциал роста составит 45-55%.

**"Кузбассразрезуголь" оказался непривлекательным; некоторые дочерние компании СУЭКа недооценены, однако характеризуются высокими рисками корпоративного управления.** Мы не смогли рассчитать прогнозируемые цены акций этих компаний из-за недостаточной прозрачности и явного использования трансфертного ценообразования. Тем не менее, мы попытались приблизительно оценить стоимость компаний на основе активов и ориентировочных финансовых показателей. Мы пришли к заключению о том, что стоимость некоторых дочерних компаний СУЭКа занижена, хотя инвесторам следует учитывать значительные риски, связанные с практикой корпоративного управления. "Кузбассразрезуголь" оказался непривлекательным на основе обеих методологий.

## ЗАО "АТОН Брокер"

101000, Россия,  
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1  
ATON <GO> (Bloomberg)  
+7 (495) 777-8877  
+7 (495) 777-8876, факс  
www.aton.ru  
www.aton-line.ru  
RTS, MICEX, NAUFOR member

**Трейдинг**  
**Контакты:**  
Мария Родионова  
rodionova@aton.ru

**Долговые обязательства**  
**Контакты:**  
Сергей Сидоров  
ssidorov@aton.ru

## Aton International Ltd.

**Офис в Никосии**  
Office 201, Egli Building, 2nd Floor,  
2 Vasileos Pavlou Street,  
CY-1096 Nicosia, Cyprus  
+357 22 661 114  
+357 22 661 138, факс  
atonint@atonint.com  
www.atonint.com  
LSE/FSE member

**Офис в Лондоне**  
60 Lombard Street, London,  
EC3V 9EA, UK  
+44 20 7464 8891  
+44 20 7464 8899, факс

**Офис во Франкфурте**  
Steinweg 3  
60313 Frankfurt, Germany  
+49 (0) 69 24757 59-0  
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

**Контакты:**  
Мария Петридис  
petridis@aton.ru

**Контакты:**  
Мэтью Арнольд  
arnold@atonint.com

**Контакты:**  
Саша Штоер  
stoehr@atonint.com

## Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street  
Suite 2530  
New York, NY 10165  
NASD/SIPC member  
+1 212 697-6099  
+1 212 697-6093, факс  
sales@AtonSecurities.com

**Контакты:**  
Майкл Йордан  
michael\_jordan@atonscurities.com  
Кортни Феллоуз  
courtney\_fellowes@atonscurities.com

## Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор +7 (495) 777-8832  
Бен Кэри, заместитель директора  
департамента +44 20 7464 8847

### Нефть / газ

Стивен Дашевский, CFA  
dashvsky@aton.ru  
+7 (495) 777-8832

### Телекоммуникации

Надежда Голубева, CFA  
golubeva@aton.ru  
+7 (495) 777-8834

### Металлургия

Дмитрий Коломыцын, CFA  
kolomytsyn@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3112

Артем Кончин  
konchin@aton.ru  
+7 (495) 777-8838

Анна Курбатова  
kurbatova@aton.ru  
+7 (495) 777-8829

Владимир Катунин  
katunin@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3118

### Долговой рынок

Алексей Булгаков  
boulgakov@aton.ru  
+7 (495) 777-8836

### Энергетика

Сергей Аринин  
arinin@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3117

### Медиа / Промышленность

Татьяна Капустина  
kapoustina@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3119

Дмитрий Зеленкин  
zelenkin@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3128

Дмитрий Скрябин  
skryabin@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3114

### Потребительский сектор

Одиль Ланж-Брусси  
odile@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3123

### Финансы / Недвижимость

Рустам Боташев, CFA  
botashev@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3129

### Русскоязычная аналитика

Юлия Бушueva  
bushueva@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3124

## Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

## Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставяемых ЗАО "АТОН Брокер" по акциям

### Рекомендация Критерий

"Покупать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%  
"Держать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%  
"Продавать" Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом ЗАО "АТОН Брокер" или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

## Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. ЗАО "АТОН Брокер" рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные ЗАО "АТОН Брокер", основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений ЗАО "АТОН Брокер" (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. ЗАО "АТОН Брокер" прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

ЗАО "АТОН Брокер" и его дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

ЗАО "АТОН Брокер" и (или) его дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия ЗАО "АТОН Брокер".

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.