



## Южный Кузбасс

Company  
Report

### Спекулятивная покупка

Целевая цена: US\$ 62.2

Потенциал роста: 45%

### Ставка на IPO Мечел-майнинг

#### Stock data

Ticker	ukuz	M.Cap, \$ mn	1,552
Shares Ords	736,109,217	Free Float, %	6.5
Shares Pref		Free Float, \$ mn	100
Bid Ords, \$	40.5	Offer Ords, \$	43.5

#### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	18.7%	138.6%
Relative to RTSI	Ords	17.4%	102.4%
Price range, \$			
High	Ords	46.8	46.8
Low	Ords	35.7	17.7

#### Financials, 2009E

Revenue, \$ mn	500	EV/S	3.7
EBITDA, \$ mn	123	P/E	-
Net income, \$ mn	-23	EV/EBITDA	14/5

• Южный Кузбасс (UKUZ) – один из ключевых угольных активов группы Мечел, входит в добывающий сегмент холдинга (Мечел-Майнинг).

• Рыночные ожидания в отношении производителей стальной и угольной продукции сейчас в целом позитивны. В то же время, по прогнозным финансовым мультипликаторам 2010 г. компания оценена на уровне рынка и даже менее привлекательно, чем некоторые аналоги: EV/Ebitda =8 (Распадская – 7, Белон – 5.9). По производственным показателям (EV/добыча угля) компания оценивается рынком дешевле Распадской и Белона (EV на тонну добычи \$197/т против 286 у Белона и 409 – у Распадской).

• Сопоставление показателей расчетных цен реализации Южного Кузбасса за 2008 г. со средними ценами реализации «Мечел-майнинг» за тот же период, по нашему мнению, указывают на заниженные финансовые показатели «дочки» за счет трансфертного ценообразования. В случае реализации продукции по ценам холдинга, выручка Южного Кузбасса за 2008 г., по нашим расчетам, была бы на 45% выше фактической. Пока у нас нет оснований ожидать, что трансфертное ценообразование внутри группы в ближайшее время будет устранено. В то же время оно приводит к недооценке рыночного потенциала стоимости дочерней компании.

• На данный момент основной спекулятивной идеей в отношении Южного Кузбасса, как и еще одной торгуемой дочки холдинга (Коршуновский ГОК) может стать тема IPO Мечел-Майнинг, решение о котором было принято еще в 2008 г., но отложено из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка. Пока никаких официальных заявлений о возобновлении планов IPO руководством холдинга не делалось. Однако в октябре прошлого года агентство Bloomberg со ссылкой на вице-президента «Мечела» В. Полина сообщило, что «Мечел» вернулся к планам по проведению IPO своей добывающей «дочки» «Мечел-Майнинг» - после восстановления финансовых рынков, возможно, уже в 2010 г. В качестве возможной площадки для размещения называлась Гонконгская биржа.

• Если планы IPO Мечел-майнинг подтвердятся, на наш взгляд, это может стать драйвером роста рыночной стоимости дочерних компаний. Так, высока вероятность, что перед размещением холдинг постарается избавиться от присутствия на рынке акций дочерних компаний – либо через выкуп по оферте, либо путем перехода на единую акцию. Напомним, в июне 2008 г., готовясь к IPO, Мечел выставлял оферты миноритариям дочерних компаний – ОАО "Южный Кузбасс", ОАО "Коршуновский ГОК" и ОАО "Комбинат "Южуралникель".

• Сравнение добывающего подразделения с зарубежными аналогами по рыночным мультипликаторам показывает, что его справедливая стоимость (EV) может составить \$5.6 млрд. Предполагая, что на угольный сегмент Мечел-майнинг приходится примерно 87% стоимости, и исходя из доли Южного Кузбасса в производстве и запасах угля, получим, что его **целевая цена составляет \$62.2 за акцию, что означает 45%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене.**

• Отметим, что идея покупки акций Южного Кузбасса под IPO Мечел-майнинг может пока рассматриваться лишь как спекулятивная – нет четкой информации о планах IPO, неясна стратегия относительно акций дочерних компаний, низкий free float (6.5%) означает риски принудительного выкупа в случае доведения доли холдинга до 95%.



Южный Кузбасс (UKUZ) – один из ключевых угольных активов группы Мечел, входит в добывающий сегмент холдинга (Мечел-Майнинг).

Рыночные ожидания в отношении производителей стальной и угольной продукции сейчас в целом позитивны, к тому же недавняя информация о повышении с февраля отпускных цен на уголь одним из крупнейших операторов рынка «Распадской» привела к улучшению прогнозов для всей отрасли. В то же время, по прогнозным финансовым мультипликаторам 2010 г. компания оценена на уровне рынка и даже менее привлекательно, чем некоторые аналоги: EV/Ebitda =8 (Распадская – 7, Белон – 5.9). Зато по производственным показателям (EV/добыча угля) компания оценивается рынком дешевле Распадской и Белона (EV на тонну добычи \$197/т против 286 у Белона и 409 – у Распадской).

Основные потребители продукции Южного Кузбасса – предприятия группы Мечел, в том числе ООО "Челябинский завод по производству коксохимической продукции", ОАО "Московский коксогазовый завод", ОАО "Южно-Уральский никелевый комбинат", ОАО "Южно-Кузбасская ГРЭС". Кроме того, компания поставляет коксовый концентрат на сторонние металлургические предприятия – НЛМК, Нижнетагильский и Новокузнецкий меткомбинаты, ОАО «Уральская сталь», ОАО «Кокс».

Сопоставление показателей расчетных цен реализации Южного Кузбасса за 2008 г. (по показателям выручки и объемов производства) со средними ценами реализации «Мечел-майнинг» за тот же период, указанными в презентации холдинга, по нашему мнению, косвенно указывают на заниженные финансовые показатели «дочки» за счет трансфертного ценообразования. В случае реализации продукции по ценам холдинга, выручка Южного Кузбасса за 2008 г., по нашим расчетам, была бы на 45% выше фактической. Пока у нас нет оснований ожидать, что трансфертное ценообразование внутри группы в ближайшее время будет устранено. В то же время оно приводит к недооценке рынком потенциала стоимости дочерней компании.

На данный момент основной спекулятивной идеей в отношении Южного Кузбасса, как и еще одной торгуемой дочки холдинга (Коршуновский ГОК) может стать тема IPO Мечел-Майнинг, решение о котором было принято еще в 2008 г., но отложено из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка. Пока никаких официальных заявлений о возобновлении планов IPO руководством холдинга не делалось. Однако в октябре прошлого года агентство Bloomberg со ссылкой на вице-президента «Мечела» В. Полина сообщило, что «Мечел» вернулся к планам по проведению IPO своей добывающей «дочки» «Мечел-Майнинг» - после восстановления финансовых рынков, возможно, уже в 2010 г. В качестве возможной площадки для размещения называлась Гонконгская биржа. Правда, затем в СМИ сообщалось, что компания официально опровергает эту информацию, и утверждает, что вопрос об IPO пока рассматривается лишь теоретически.

Если планы IPO Мечел-майнинг подтвердятся, на наш взгляд, это может стать драйвером роста рыночной стоимости дочерних компаний. Так, высока вероятность, что перед размещением холдинг постарается избавиться от присутствия на рынке акций дочерних компаний – либо через выкуп по оферте, либо путем перехода на единую акцию. Напомним, в июне 2008 г., готовясь к IPO, Мечел предлагал миноритариям дочерних компаний – ОАО "Южный Кузбасс", ОАО "Коршуновский ГОК" и ОАО "Комбинат "Южуралникель" – продать акции по оферте. При этом цену выкупа акционеры могли назвать сами.

Сравнение добывающего подразделения с зарубежными аналогами по рыночным мультипликаторам показывает, что его справедливая стоимость (EV) может составить \$5.6 млрд (ценовой диапазон \$4.5-6.8 млрд). Предполагая, что на угольный сегмент Мечел-майнинг приходится примерно 87% стоимости (исходя из структуры выручки за 9М09), и определяя справедливую цену акций Южного Кузбасса, исходя из доли «дочки» в производстве и запасах угля, получим, что она составляет \$62.2 за акцию, что означает 45%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене.

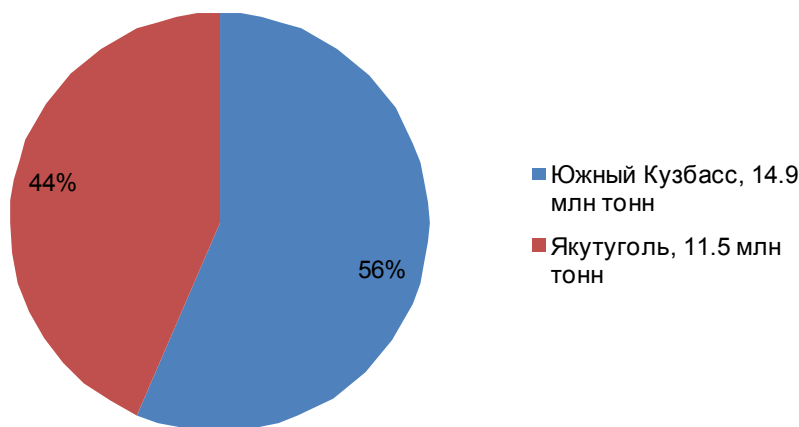
Отметим, что идея покупки акций Южного Кузбасса под IPO Мечел-майнинг может пока рассматриваться лишь как спекулятивная – нет четкой информации о планах IPO, неясна стратегия относительно акций дочерних компаний, низкий free float (6.5%) означает риски принудительного выкупа в случае доведения доли холдинга до 95%.

### Структура Мечел-майнинг

	Тикер	Доля Мечел-майнинг
Угольная компания Южный Кузбасс	UKUZ	93.48%
Коршуновский ГОК	KOGK	85.64%
ХК Якутуголь	-	100%
Эльгауголь (с 2007 г.)	-	69%
Мечел Блустоун, США (с мая 2009 г.)	-	100%

Источник – данные компании

**Рис. 1 Структура добычи угля группой Мечел, 2008**



Источник – данные компании, оценки ИК Совлинк

Фактически, Южный Кузбасс и Якутуголь формируют весь объем угледобычи компании. В 2008 г. в структуре Мечел еще не была консолидирована добыча Bluestone (2.6 млн тонн). На Эльгинском месторождении добыча угля пока не ведется, первая добыча ожидается в начале 2010 года. План на 2010 г. 100-200 тыс тонн, 2011 - 1 млн тонн. В 2013 г. "Мечел" планирует добыть 5 млн тонн угля на Эльгинском месторождении, а к 2015 году увеличить добычу до 20 млн тонн.

В 2009 г. объем добычи Мечел сократился примерно на треть - с 26.39 млн тонн до 17.78 млн тонн. При этом добыча Южного Кузбасса сократилась на 5.4 млн тонн (-36%).

**Табл. 2 Структура запасов угля группы Мечел, млн тонн (2008)**

	коксуемый	энергетический	всего
Южный Кузбасс	84.3	161.9	246.2
Якутуголь	62.7	5.6	68.3
Эльга	61.1	103.7	164.8
<b>Всего</b>	<b>208.1</b>	<b>271.2</b>	<b>479.3</b>

Источник – данные компании, оценки ИК Совлинк

Запасы Bluestone по JORC (международная система) составляют порядка 458 млн тонн.

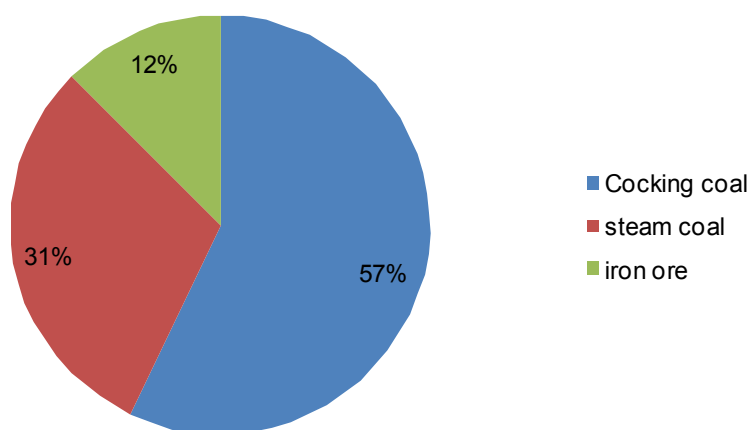


**Табл. 3. Консолидированные финансовые показатели Мечел-майнинг, \$млн**

	2008	9M09	2009E
Выручка	4032	1263	1684
Ebitda	1897	464	618
Рентабельность Ebitda	47%	36.7%	36%
Чистая прибыль	1200	113	150

Источник – данные компании, оценки ИК Совлинк

**Рис. 2 Структура выручки Мечел-майнинг**



Источник – данные компании, оценки ИК Совлинк



**Оценка Мечел-майнинг в сравнении с рыночными аналогами**

Company	Country	Мcap, \$ mln	P/E 09E	P/E 10E	EV/S 09E	EV/S 10E	P/BV 09E	P/BV 10E	EV/EBITDA 09E	EV/EBITDA 10E	EBITDA margin 09E, %	EV/добыча, \$/т
RASPADSKAYA	RUSSIA	4177	43.1	10.6	9.0	4.5	3.1	2.7	18.0	7.0	51%	409
KUZBASSRAZREZUGOL	RUSSIA	2772	-	45.2	2.9	2.5	-	-	14.7	11.6	20%	80
SOUTHERN KUZBASS COAL CO	RUSSIA	1553	-	19.9	3.7	3.0	-	-	14.5	8.0	25%	197
BELON-CLS	RUSSIA	828	80.0	7.4	2.3	1.5	1.9	1.3	13.2	5.9	22%	286
<b>Average Russia</b>			<b>61.6</b>	<b>20.8</b>	<b>4.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>15.1</b>	<b>8.1</b>	<b>29%</b>	
PEABODY ENERGY CORP	US	11008	24.1	14.5	2.2	1.9	2.9	2.5	10.0	7.7	21%	54
MASSEY ENERGY CO	US	3354	34.2	15.6	1.5	1.4	2.9	2.3	8.1	6.0	18%	111
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	US	4801	21.8	12.0	1.8	1.4	1.8	1.6	9.1	5.2	20%	178
MACARTHUR COAL LTD	AUSTRALIA	2108	13.8	23.1	3.2	3.7	2.4	2.2	8.9	12.9	37%	379
CENTENNIAL COAL COMPANY LTD	AUSTRALIA	1202	18.9	23.6	1.9	1.9	2.3	1.9	7.5	7.7	25%	93
WHITEHAVEN COAL LTD	AUSTRALIA	1936	27.3	31.9	4.4	5.3	2.9	2.1	16.9	15.0	26%	443
<b>Average DM</b>			<b>23.3</b>	<b>20.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>25%</b>	
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	CHINA	82069	16.5	14.2	5.0	4.2	3.2	2.7	10.0	8.5	50%	412
CHINA COAL ENERGY CO - H	CHINA	21166	15.7	12.4	2.5	2.1	2.0	1.7	9.4	7.2	26%	186
YANZHOU COAL MINING CO-H	CHINA	12242	15.8	11.0	3.8	2.8	2.3	1.9	10.4	7.1	36%	300
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	CHINA	11056	28.0	18.9	6.3	4.3	6.6	5.1	16.7	10.9	38%	698
HENAN SHEN HUO COAL-A	CHINA	2922	29.7	15.1	3.0	2.2	5.1	3.7	13.9	9.9	23%	
EXXARO RESOURCES LTD	SOUTH AFRICA	4600	14.9	11.2	2.8	2.4	2.5	2.1	13.5	9.3	20%	115
BUMI RESOURCES TBK PT	INDONESIA	5031	11.8	13.6	2.4	2.1	2.6	2.3	6.9	6.3	35%	
<b>Average EM</b>			<b>18.9</b>	<b>13.8</b>	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>11.6</b>	<b>8.5</b>	<b>33%</b>	
<b>Average (EM 60%, DM 40%)</b>			<b>20.7</b>	<b>16.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>11.0</b>	<b>8.7</b>	<b>29%</b>	

Источник – Bloomberg, данные компаний по добыче за 2008-2009 гг, оценки ИК Совлинк



Применяя средние значения рыночных мультипликаторов к прогнозным значениям финансовых показателей Мечел-майнинг за 2009 г., получим:

	Итого	P/E	EV/S	EV/EBITDA
Среднее значение мультипликатора		20.7	3.2	11.0
Расчетная капитализация компании P, \$ млн		3118		
Чистый долг, оценка, \$ млн		1104		
Расчетная EV, \$млн		4523	5069	6792
Вес показателя		0.3	0.3	0.4
<b>Итого оценка справедливой стоимости EV, \$млн.</b>	<b>5595</b>			
<b>Стоимость угольного сегмента Мечел-майнинг (87%), \$млн</b>	<b>4901</b>			
<b>EV/добыча</b>	<b>276</b>			
<b>EV/запасы (без Bluestone)</b>	<b>10.2</b>			

Справедливую стоимость Южного Кузбасса определим двумя методами – по доле компании в добыче (53%) и в запасах (51%) холдинга\*.

	Доля в добыче	Доля в запасах
	53%	51%
Справедливая EV Южный Кузбасс, \$млн	2611	2517
Чистый долг, \$ млн	319	319
Расчетная капитализация, \$ млн	2293	2199
Вес	0.5	0.5

\* без учета запасов Bluestone

Таким образом, средневзвешенная расчетная рыночная капитализация Южного Кузбасса составит \$2246 млн

Справедливая стоимость компании P_tgt, \$ млн	2246
Количество акций, млн	36
Целевая цена, \$/акцию	62.2
Рыночная цена на 08.02.10, \$/акцию	43
Upside	45%

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

## ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**  
**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия**  
**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.