

## Воркутауголь: в начале года компания улучшила рентабельность и рассчиталась с долгами

Евгений Буланов  
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)  
bulanov@gazfin.ru

13 мая 2011 г. Воркутауголь опубликовала финансовую отчетность по РСБУ за 2010 г. и первый квартал 2011 г.

По итогам первого квартала благодаря высоким ценам на уголь (цены на концентрат коксующегося угля выросли на 20% по сравнению с 4-м кварталом) и программе оптимизации затрат компания продемонстрировала сильные финансовые результаты. Выручка за квартал составила 8.54 млрд. руб., а операционная и чистая прибыль – рекордные 4.5 млрд. руб. и 3.1 млрд. руб. соответственно. Рентабельность по операционной прибыли выросла до 52%.

По причине впечатляющих финансовых показателей компания сумела качественно улучшить свой баланс, снизив чистый долг до символических 150-160 млн. руб. и увеличив величину чистых активов до 12.6 млрд. руб. (по состоянию на конец марта 2011 г.). На обслуживание долгов в первом квартале 2011 г. Воркутауголь потратила только 40 млн. руб. по сравнению с 230 млн. руб. годом ранее.

Особо отметим эффективный контроль над затратами: в первом квартале при росте выручки на 60% себестоимость выросла всего на 1%.

За последние три года численность сотрудников компании снизилась с 11,000 до 7,850 чел. при значительном росте производительности труда.

### Инвестиционное заключение

Мы позитивно оцениваем достигнутые финансовые результаты 2010 г. и первого квартала 2011 г. и считаем, что во втором квартале в связи с благоприятной ситуацией на угольном рынке финансовые результаты могут оказаться еще лучше. По итогам 2011 г. мы ожидаем более 11 млрд. руб. чистой прибыли.

Принимая во внимание неплохую ресурсную базу, рост финансовых показателей, эффективный контроль над затратами, а также огромный дисконт по сравнению с акциями других угольных компаний, мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Воркутаугля с целевой ценой \$360 за одну обыкновенную (привилегированную) акцию. При такой цене P/E 2011П и EV/EBITDA 2011П не превышают 2.2.

Основным драйвером роста акций (кроме их фундаментальной недооценки) мы считаем возможный выкуп мажоритарным акционером – Северсталью. В последнее время Северсталь активно занималась развитием горнодобывающего направления и в этой связи, при сохранении высоких цен на уголь, выкуп долей миноритарных акционеров Воркутаугля представляется нам вполне логичным шагом.

### Финансовые результаты за последние 12 кварталов, РСБУ (млн. руб.)

	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010	4 кв. 2010	1 кв. 2011	Y-o-Y %
<b>Выручка</b>	5 279	5 227	3 724	2 968	3 730	3 067	4 591	5 328	7 888	7 785	8 602	8 543	+60
Себестоимость	3 477	3 165	3 171	3 287	3 447	3 078	3 310	3 300	3 942	4 205	3 880	3 341	+1
Валовая прибыль	1 802	2 062	552	-319	283	-11	1 281	2 028	3 946	3 581	4 722	5 203	+157
Комм. расходы	145	133	135	170	110	325	342	488	733	508	648	463	-5
Управ. расходы	326	352	315	334	317	316	295	252	250	255	251	257	+2
<b>Операц. прибыль</b>	1 331	1 577	102	-823	-144	-652	644	1 288	2 963	2 818	3 823	4 483	+248
Проценты к уплате	144	162	161	268	284	320	327	230	193	124	76	40	-82
Приб. до налогов	846	942	-505	-1 350	-563	-1 294	-56	1 178	2 755	2 572	3 747	3 846	+226
<b>Чистая прибыль</b>	591	635	-370	-1 094	-428	-1 187	1 704	925	2 258	2 061	3 063	3 098	+235
Опер. рентаб., %	25	30	3	-28	-4	-21	14	24	38	36	44	52	+28 пп
Чист. рентаб., %	11	12	-10	-37	-11	-39	37	17	29	26	36	36	+19 пп

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

### Объемы продаж и цены на уголь

	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010	4 кв. 2010	1 кв. 2011	Q-o-Q %
Продажи							
Коксующийся уголь, тыс. т	71	11	117	165	282	-	-
Концентрат кокс. угля, тыс. т	1 195	1 207	1 352	1 400	1 402	1 428	+2
<b>Энергетический уголь, тыс. т</b>	<b>710</b>	<b>757</b>	<b>682</b>	<b>561</b>	<b>572</b>	<b>372</b>	<b>-35</b>
Цена продажи, \$ за тонну							
Коксующийся уголь	26	35	37	72	75	-	-
Концентрат кокс. угля	100	137	154	148	153	183	+20
<b>Энергетический уголь</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>+15</b>

Источник: Северсталь

Воркутауголь	
Код Bloomberg	VOUG (VOUGP) RU
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Текущая цена АО*	\$150.00
Целевая цена АО	\$360.00
Потенциал	140%
Текущая цена АП*	\$140.00
Целевая цена АП	\$360.00
Потенциал	157%
<b>Free float (\$ млн.)</b>	<b>24</b>

\*цена продажи в RTS Board по состоянию 20.05.2011

### Инвестиционные характеристики

Крупный производитель коксующегося угля  
Запасы угля – 297 млн. т (2008, JORC)  
В 2010 г. произведено 5.4 млн. т концентрата  
К 2016 г. планируется рост добычи угля на 20% – до 14.5 млн. т и рост пр-ва концентрата – до 6.2 млн. т  
Доля экспорта в выручке составляет 10-20%  
За 1-й квартал 2011 г. компания при выручке в 8.54 млрд. руб. заработала 3.1 млрд. руб. чистой прибыли  
P/E 2011П и EV/EBITDA 2011П – менее 1  
Комфортная долговая нагрузка  
Дивиденды не выплачиваются  
Численность сотрудников – 7,850 чел.

### Катализаторы роста акции

Значительное улучшение фин. показателей в 2011 г.  
Выкуп акций мажоритарным акционером

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	150.00
Кол-во акций АО	2 452 807
Текущая цена АП (\$)*	140.00
Кол-во акций АП	762 869
МСАР (\$ млн.)	474.7
Чистый долг (\$ млн.)	6.0
EV (\$ млн.)	480.7

\*цена продажи в RTS Board по состоянию 20.05.2011

Структура акционеров (%)*	УК	АО	АП
Северсталь	88.08	91.17	78.15
Прочие	11.92	8.83	21.85

\*общее количество акционеров – 7 529

Важнейшие показатели				
	2008	2009	2010	2011П
Выручка (\$ млн.)	713.4	478.6	955.0	1 306.6
P/S	0.67	0.99	0.50	0.36
EV/S	0.67	1.00	0.50	0.37
EBITDA (\$ млн.)	182.2	23.2	395.7	574.2
EV/EBITDA	2.64	20.76	1.21	0.84
Чист. приб. (\$ млн.)	16.69	-33.51	267.96	411.44
EPS (\$)	6.80	-13.66	109.25	167.74
P/E	22.05	отр.	1.37	0.89
Dividends (\$)	-	-	-	-
Div. Yield (%)	-	-	-	-
Рент по опер. приб. (%)	16	-7	37	40
Рент. по EBITDA (%)	26	5	41	44
Рент. по чист. приб. (%)	2	-7	28	31

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Финансовые коэф-ты угольных компаний				
Компания	P/E		EV/EBITDA	
	2010	2011П	2010	2011П
Мечел	16.12	7.78	9.41	5.88
Распадская	19.10	10.81	11.99	6.99
Южный Кузбасс	5.41	3.40	3.57	2.50
Белон	7.67	5.26	4.94	4.13
Кузбассразрезуголь*	3.98	3.01	4.29	3.38
Кузбасская Топлив. Ко.*	23.24	10.35	10.78	6.21
<b>Среднее</b>	<b>12.59</b>	<b>6.77</b>	<b>7.50</b>	<b>4.85</b>
<b>Воркутауголь</b>	<b>1.37</b>	<b>0.89</b>	<b>1.21</b>	<b>0.84</b>

Источник: Bloomberg, оценки ИК Газфинтраст  
\*в основном добывает энергетический уголь

Адрес в интернете
<a href="http://www.vorkutaugol.ru">http://www.vorkutaugol.ru</a>

## Контактная информация

### Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

[129@gazfin.ru](mailto:129@gazfin.ru)

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

[bulanov@gazfin.ru](mailto:bulanov@gazfin.ru)

Треjder

Николай Тюгаев

[128@gazfin.ru](mailto:128@gazfin.ru)

Треjder

Кирилл Вязовиченко

[127@gazfin.ru](mailto:127@gazfin.ru)

### Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Уральская кузница: бодрое начало финансового года	urkz	18.05.2011
Смоленскнефтепродукт: за 2010 год акционеры получают рекордные дивиденды	smnfp	11.05.2011
Воркутауголь: самая дешевая угольная компания в России?	voug	26.04.2011
Южный Кузбасс: в 2010 году получена рекордная чистая прибыль – 10.82 млрд. руб.	UKUZ	11.03.2011
Уральская кузница: отличный фин. результат по итогам четвертого квартала 2010 г.	urkz	05.03.2011
Южный Кузбасс: ставка на рост цен на уголь из-за ливневых дождей в Австралии	UKUZ	11.01.2011
Уральская кузница: постоянно растущий денежный мешок группы Мечел	urkz	22.11.2010
Московская теплосетевая компания: компания нужна Газпрому	MSSV	16.11.2010
Смоленскнефтепродукт: третий квартал 2010 г. принес рекордную прибыль	smnf	03.11.2010
ТрансКредитБанк: слабость акций нужно использовать для покупки	TCBN	07.09.2010
Гайский ГОК: неплохая ставка на дефицит медной руды	ggok	07.09.2010
Михайловский ГОК: уникальная ресурсная база и рекордная рентабельность	mgok	25.08.2010
Коршуновский ГОК: финансы комбината вышли из кризиса, а капитализация - нет	KOGK	29.07.2010
Московский НПЗ: завод стал центром прибыли нефтяной компании Sibir Energy?	mnpzp	20.07.2010
НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива	alnp	30.06.2010
Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб.	krgg	04.06.2010
Ростовоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 49%	rtbg	18.05.2010
Нижегородоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 21%	nnog	17.05.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: в первом квартале выручка выросла на 26%	smnf	06.05.2010
ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант	hkez	25.02.2010
Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз	rtbg	02.02.2010
Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду	KOGK	19.01.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам	smnfp	20.11.2009
Обьнефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти	obne	18.11.2009
Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам	yarzp	21.10.2009
Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ	nnog	19.10.2009

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.