

Шахтоуправление «Покровское»

Перспективный производитель коксующегося угля явно недооценен рынком 28 ноября 2011 г.
 Феликс Фурман, furman@ufc-capital.com, Добыча угля
 Владимир Ланда, landa@ufc-capital.com

| | Sales (\$млн.) | EBITDA (\$млн.) | Net income (\$млн.) | P/S | EV/EBITDA | P/E |
|-----------------------|----------------|-----------------|---------------------|------|-----------|-------|
| 2008 | 354.6 | 48.9 | -17.7 | 0.38 | 3.37 | neg. |
| 2009 | 277.6 | 44.3 | 2.9 | 0.49 | 3.72 | 47.09 |
| 2010 | 388.3 | 71.6 | -9.6 | 0.35 | 2.30 | neg. |
| 01.10.2010-30.09.2011 | 432.9 | 131.7 | 23.4 | 0.31 | 1.25 | 5.76 |

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Шахтоуправление «Покровское»» является крупным украинским добытчиком угля коксующихся марок и входит в состав промышленной группы «Донецксталь», которая объединяет в себе металлургические и коксохимические активы.

- ▶ «Шахтоуправление «Покровское»» сумело получить по итогам 9 месяцев 2011 г. 109.3 млн. грн. (\$13.7 млн.) чистой прибыли. Чистый доход компании за девять месяцев вырос на 16.1% г/г до 2.59 млрд. грн. (\$325 млн.).
- ▶ Недавно компания построила Свято-Варваринскую фабрику по обогащению коксующихся углей, одну из самых современных в Европе.
- ▶ Производственный профиль компании обуславливает ее высокую зависимость от спроса со стороны коксохимических заводов Украины.
- ▶ На шахте продолжается реализация инвестиционной программы стоимостью 3.7 млрд. грн. (около \$0.5 млрд.). Ее выполнение предусматривает техническое перевооружение и введение в эксплуатацию дополнительных производственных мощностей.
- ▶ Уже в ноябре 2011 г. была введена в эксплуатацию первая очередь когенерационной электростанции общей электрической мощностью 18.2 МВт и тепловой мощностью 18 МВт. Внедрение этих технологий позволит предприятию сократить потребление природного газа на 122 млн. м³ в год, что эквивалентно экономии порядка \$50 млн. ежегодно.
- ▶ Дополнительным источником доходов компании является продажа собственных квот на выбросы углекислого газа. В целом с апреля 2010 г. по декабрь 2012 г. планируется сгенерировать около 1.5 млн. единиц сокращения выбросов, в результате реализации которых шахтоуправление сможет выручить около \$19.5 млн.
- ▶ По всем мультипликаторам акции компании недооценены как минимум вдвое. Мы оцениваем справедливую стоимость акций компании на уровне \$0.62, что в 3.9 раза выше текущей цены акций компании. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции данного эмитента.

ПОКУПАТЬ
 Текущая цена: \$0.16
 Справедливая цена: \$0.62
 Потенциал роста: 292%

Тикеры
 ПФТС / УБ / Bloomberg **SHCHZ**

Структура акционеров

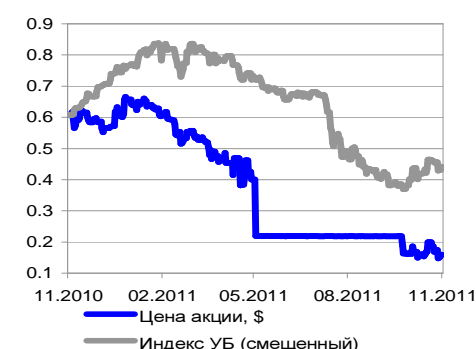
| | |
|--|--------|
| ЗАО «Донецксталь-металлургический завод» | 57.14% |
| Fintest Trading co Limited (Кипр) | 40.85% |
| Другие | 2.01% |

Структура капитала

| | |
|------------------------|-------------|
| Количество акций | 848 535 009 |
| Капитализация, \$ млн. | 134.9 |
| Чистый долг, \$ млн. | 30.0 |
| EV, \$ млн. | 164.9 |

Динамика курса акций, \$

| | |
|---------------------|------|
| Минимум за 12 мес. | 0.15 |
| Максимум за 12 мес. | 0.67 |



Бизнес компании

Производство и сбыт

Производственный профиль компании обуславливает ее высокую зависимость от спроса со стороны коксохимических заводов Украины. Основными потребителями коксующегося угля, добытого на шахте, являются предприятия группы «Донецксталь». Общемировой спад в секторе в 2008 г. негативно отразился и на производственных показателях «Шахтоуправления «Покровское»». Стоит отметить, что по мере восстановления спроса на качественный коксующийся уголь, объемы добычи угля на предприятии постоянно растут. Так, за 10 месяцев 2011 г. по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. «Шахтоуправление «Покровское»» нарастило добычу угля на существенные 45.7% г/г до 5.47 млн. т, кроме того, компания входит в тройку крупнейших угледобывающих предприятий Украины. При этом по итогам 2011 г. стоит ожидать некоторого сокращения темпов роста добычи угля из-за спада производства кокса в связи с уменьшающимися потребностями металлургов в этой продукции.

Несмотря на сложную ситуацию в отрасли, собственники предприятия не отказываются от своих планов относительно установки 20 когенерационных станций, работающих на шахтном метане, общей мощностью 129 МВт. Впрочем, сроки реализации этого проекта отстают от намеченных ранее на год, тем не менее, мы считаем реализацию проекта положительным фактором на фоне отсутствия средств на модернизацию у основных конкурентов. Уже в ноябре 2011 г. была введена в эксплуатацию первая очередь когенерационной электростанции общей электрической мощностью 18.2 МВт и тепловой мощностью 18 МВт.

Внедрение этих технологий позволит предприятию сократить потребление природного газа на 122 млн. м³ в год, что эквивалентно экономии порядка \$50 млн. ежегодно (точную цифру назвать сложно ввиду нестабильности принципов ценообразования на природный газ). Кроме того, планируется внедрить технологию подземной газификации углей, которая позволит отрабатывать угольные пласты со сложными горно-геологическими условиями залегания. Также рассматривается возможность сооружения комплекса глубокой переработки угля, конечными продуктами которой могут быть автобензин, сжиженный пропан-бутан, метанол и карбамид. Общий объем реализуемой в настоящее время инвестиционной программы, предусматривающей техническое перевооружение и введение в эксплуатацию дополнительных производственных мощностей, составляет 3.7 млрд. грн. (почти \$0.5 млрд.).

Дополнительным источником доходов компании в результате продуманной экологической политики предприятия является продажа собственных квот на выбросы углекислого газа. В целом с апреля 2010 г. по декабрь 2012 г. в планах добытчика угля сгенерировать около 1.5 млн. единиц сокращения выбросов, в результате реализации которых шахтоуправление сможет выручить около \$19.5 млн.

В начале 2009 г. шахта получила от правительства Украины земельный участок в аренду на 50 лет, для строительства современной фабрики по обогащению коксующихся углей. «Свято-Варваринская» обогатительная фабрика, которая согласно перспективному плану развития шахты сможет перерабатывать до 12 млн. т угля в год, является одной из самых современных в Европе.

Финансовые результаты

«Шахтоуправление “Покровское”» сумело получить по итогам 9 месяцев 2011 г. 109.3 млн. грн. (\$13.7 млн.) чистой прибыли, по сравнению чистыми убытками, зафиксированными на уровне 153.2 млн. грн. (\$19.3 млн.) по итогам 9 месяцев 2010 г. При этом стоит отметить, что чистый убыток за 3 квартал 2011 г. составил 17.4 млн. грн. (\$2.2 млн.). Чистый доход компании за девять месяцев вырос на 16.1% г/г до 2.59 млрд. грн. (\$325 млн.).

Риски

Среди рисков, которым подвержена компания стоит выделить вероятность присутствия трансфертного ценообразования внутри металлургического концерна «Донецксталь», а также высокий уровень кредиторской задолженности связанных с «Шахтоуправлением “Покровское”» членов корпорации. Кроме того, ликвидность акций компании заметно пострадала в результате запрета ГКЦБФР на заключение сделок с акциями компаний, входящих в группу «Донецксталь», который действовал с 30 мая по 17 октября 2011 г.

Сравнительная оценка компании

В оценке мы использовали финансовые показатели «Покровского» за период с октября 2010 г. по сентябрь 2011 г. В качестве базы для сравнительной оценки мы использовали финансовую отчетность компаний, специализирующихся на добыче коксующегося угля за аналогичный период.

«Шахтоуправление “Покровское”» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

| Компания | Страна | МСар | EV | Последние 4 квартала | | |
|--|----------------|-----------------|-----------------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | Продажи | EBITDA | Чистая прибыль |
| Распадская | Россия | 2 342.4 | 2 239.0 | 617.0 | 258.8 | 116.0 |
| Gloucester | Австралия | 1 483.6 | 1 403.3 | 302.9 | 82.7 | 53.9 |
| Jastrzębska Spółka Węglowa | Польша | 3 131.9 | 2 469.7 | 2 213.9 | 850.8 | 441.7 |
| Shougang Fushan Resources | Гонконг | 1 933.7 | 1 862.1 | 870.6 | 536.3 | 269.2 |
| Borneo Lumbung Energi & Metal | Индонезия | 1 623.6 | 1 488.4 | 304.2 | 145.9 | 38.6 |
| Southgobi Resources | Канада | 1 242.5 | 1 143.4 | 163.5 | 11.6 | 46.2 |
| Shanxi Coal International | Китай | 3 061.6 | 4 597.4 | 8 564.8 | 496.1 | 187.7 |
| Всего (компании-аналоги) | | 14 819.2 | 15 203.4 | 13 036.9 | 2 382.2 | 1 153.2 |
| <i>«Шахтоуправлением “Покровское”»</i> | <i>Украина</i> | 134.9 | 164.9 | 432.9 | 131.7 | 23.4 |

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

«Шахтоуправление “Покровское”» и компании-аналоги: сравнительные показатели

| Компания | Страна | Последние 4 квартала | | |
|--|----------------|----------------------|-------------|--------------|
| | | EV/S | EV/EBITDA | P/E |
| Распадская | Россия | 3.63 | 8.65 | 20.19 |
| Gloucester | Австралия | 4.63 | 16.98 | 27.52 |
| Jastrzębska Spółka Węglowa | Польша | 1.12 | 2.90 | 7.09 |
| Shougang Fushan Resources | Гонконг | 2.14 | 3.47 | 7.18 |
| Borneo Lumbung Energi & Metal | Индонезия | 4.89 | 10.20 | 42.10 |
| Southgobi Resources | Канада | 6.99 | 98.53 | 26.89 |
| Shanxi Coal International | Китай | 0.54 | 9.27 | 16.31 |
| Всего (компании-аналоги) | | 1.17 | 6.38 | 12.85 |
| <i>«Шахтоуправлением “Покровское”»</i> | <i>Украина</i> | 0.38 | 1.25 | 5.76 |

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

В оценке мы использовали мультипликаторы P/E, EV/EBITDA и EV/S, которым присвоили одинаковый вес при расчете итоговой целевой стоимости компании.

Расчет справедливой стоимости

| База сравнения | Ценовой ориентир по мультипликатору, \$ | Вес показателя | Потенциал роста |
|----------------------------------|---|----------------|-----------------|
| P/E (последние 4 квартала) | 0.35 | 1/3 | 123% |
| EV/EBITDA (последние 4 квартала) | 0.96 | 1/3 | 501% |
| EV/S (последние 4 квартала) | 0.56 | 1/3 | 252% |
| Общая оценка | 0.62 | 1 | 292% |

Источник: расчеты UFC Capital.

Как видим, по всем мультипликаторам акции компании недооценены как минимум вдвое. Сделав оговорку, что потенциал роста будет реализован при благоприятной, или хотя бы нейтральной внешней конъюнктуре, мы оцениваем справедливую стоимость акций компании на уровне \$0.62, что в 3.9 раза выше текущей цены акций компании. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции данного эмитента.

Финансовая отчетность

Баланс, \$ млн.

| | 31.12.2008 | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 30.09.2011 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Денежные средства и их эквиваленты | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.4 |
| Текущие финансовые инвестиции | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Товарная дебиторская задолженность | 15.7 | 33.6 | 18.9 | 16.4 |
| Другая дебиторская задолженность | 15.6 | 7.9 | 7.1 | 8.0 |
| Запасы | 44.4 | 36.8 | 44.0 | 59.3 |
| Другие оборотные активы | 0.4 | 0.3 | 0.7 | 1.2 |
| Всего оборотные активы | 76.4 | 78.8 | 71.3 | 85.3 |
| Основные средства | 227.8 | 208.4 | 232.7 | 262.9 |
| Другие внеоборотные активы | 183.1 | 227.3 | 241.3 | 254.5 |
| Всего внеоборотные активы | 410.9 | 435.8 | 474.0 | 517.4 |
| Всего активы | 487.3 | 514.6 | 545.3 | 602.7 |
| Краткосрочные кредиты | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 0.0 |
| Текущая задолженность по долгосрочным обязательствам | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.3 |
| Товарная кредиторская задолженность | 264.9 | 300.7 | 301.4 | 345.8 |
| Другие текущие обязательства | 48.0 | 43.3 | 64.2 | 45.3 |
| Всего краткосрочные обязательства | 326.9 | 358.0 | 379.6 | 394.4 |
| Долгосрочные кредиты банков | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 14.0 |
| Другие долгосрочные финансовые обязательства | 1.6 | 0.0 | 0.0 | 13.1 |
| Другие долгосрочные обязательства | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.7 |
| Всего долгосрочные обязательства | 1.5 | 0.0 | 0.0 | 28.8 |
| Уставный капитал | 27.5 | 26.6 | 26.6 | 26.6 |
| Нераспределённая прибыль | 73.2 | 125.4 | 134.5 | 148.4 |
| Другой собственный капитал | 58.2 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| Всего собственный капитал | 158.9 | 156.6 | 165.7 | 179.6 |
| Всего собственный капитал и обязательства | 487.3 | 514.6 | 545.3 | 602.7 |

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.

| | 2009 | 2010 | 9M2011 | 1.10.2010-30.09.2011 |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------------|
| Объём продаж (чистый доход) | 277.6 | 388.3 | 326.3 | 432.9 |
| Себестоимость реализованной продукции | 282.4 | 367.3 | 287.8 | 370.3 |
| Валовая прибыль (убыток) | -4.9 | 21.0 | 38.5 | 62.6 |
| Другие операционные доходы | 12.2 | 16.6 | 22.9 | 28.4 |
| Административные и другие операционные расходы | -37.0 | -33.9 | -31.8 | -40.7 |
| ЕБИТДА | 44.3 | 71.6 | 93.2 | 131.7 |
| Амортизация | 63.4 | 65.9 | 63.8 | 80.3 |
| Прибыль (убыток) от операционной деятельности | -19.0 | 5.7 | 29.4 | 51.4 |
| Другие доходы | 1.0 | 5.7 | 7.8 | 8.4 |
| Финансовые расходы | 0.2 | 1.2 | 2.0 | 3.0 |
| Другие расходы | 2.0 | 7.7 | 10.3 | 12.5 |
| Результат от обычной деятельности до налогообложения | -20.2 | 2.5 | 24.9 | 44.2 |
| Налог на прибыль от обычной деятельности | -23.1 | 12.1 | 11.1 | 20.8 |
| Чистая прибыль (убыток) от обычной деятельности | 2.9 | -9.6 | 13.7 | 23.4 |

Показатели рентабельности

| | 2009 | 2010 | 9M2011 | 1.10.2010-30.09.2011 |
|----------------------------------|-------|-------|--------|----------------------|
| Валовая рентабельность | neg. | 5.4% | 11.8% | 14.5% |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 16.0% | 18.4% | 28.6% | 30.4% |
| Операционная рентабельность | neg. | 1.5% | 9.0% | 11.9% |
| Рентабельность по чистой прибыли | 1.0% | neg. | 4.2% | 5.4% |

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2011 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.