
ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

УДК. 336.763

Н.Н. Бунева

студент

С.Д. Джигун

студент

Научный руководитель

А.Б. Киселев

кандидат экономических наук

Кузбасский государственный

технический университет имени Т.Ф. Горбачева

г. Кемерово, Россия

ТЕНДЕНЦИИ КАПИТАЛИЗАЦИИ АКЦИЙ ОАО "КУЗБАССРАЗРЕЗУГОЛЬ"

Уголь является одним из важных и значимых энергетических ресурсов на планете. По данным отчета за 2016 год, добыча угля по странам выглядит следующим образом, доля Китая от общей добычи составляет 45,7%, Индия 9,3%, США 8,9%, Индонезия 5,8%, Австралия 6,6%, Россия 5,2%. В Кемеровской области добывается около 47% угля.

Почти все угольные компании характеризуются как существенно недооцененные по сравнению с зарубежом. Прежде всего это связано с замутненностью угольной отрасли в РФ и риски связанные с технологической отсталостью из-за чего на данный момент учащаются случаи аварий. Данные трагедии ведут не только к человеческим жертвам, но и к остановке работ на предприятиях, что является негативной тенденцией отражающейся на финансовых показателях угольных предприятий.

На данный момент поступление инвестиций в угольную отрасль поступают и от государства и от частного бизнеса, что позволит в ближайшее время вывести угледобывающие компании РФ на мировой уровень. Но для этого должны быть выполнены следующие пункты: снизиться количество аварий на угледобывающих предприятиях, улучшится качество обогащенного угля, а также уровень добычи. Также следует отметить наметившуюся тенденцию к покупке генерирующих активов угольными компаниями. Данная тенденция будет усиливаться благодаря либерализации энергетического сектора РФ.

ОАО "УК Кузбассразрезуголь" (КРУ) находится на втором месте по производительности угля в России после СУЭК - его доля на отечественном угольном рынке составляет более 14%. По итогам 2016 года предприятия входящие в состав КРУ, добыли 46.2 млн т, в том числе 5.1 млн т коксующихся марок. По итогам первого квартала 2017 года совокупный объем добычи компании составил около 15.5 млн т угля, увеличившись по отношению к тому же периоду прошлого года на 6%. Как минимум 56% добываемых углей КРУ поставляет на экспорт, что говорит о наивысшем качестве, которая, соответствует нормативам европейского соглашения по стандартам угля (StandardEuropeanCoalAgreement (SECA)), который определяет стандарты качества торгуемых в

Европе и Азии углей. ОАО "УК Кузбассразрезуголь" является вторым и по величине экспорта угля в России. Акции ОАО "УК Кузбассразрезуголь" в декабре прошлого года были включены в систему индикативного котирования RTS Board. Рынок акций КРУ можно охарактеризовать высоко ликвидным, что видно в довольно низком спреде между ценой покупки и ценой продажи - 4.59% и довольно высокими объемах торгов: среднестатистический размер сделки по бумагам эмитента составил за последний год \$82 тыс. [1]

Несмотря на значительные объемы инвестиций, направляемых КРУ в модернизацию производственных мощностей (на 2017 год запланированная сумма капитальных затрат составляет \$450 млн против \$401 млн, направленных на эти цели в 2016 году). У шахты Распадская (без учета объединения с Южкузбассуглем) значение CAGR за период составило 5.3%, у СУЭК - порядка 1.8%. Отличительной особенностью является заявленные ОАО "УК Кузбассразрезуголь" долгосрочные объемы капитальных вложений, исходя из обнародованных финансовых результатов (как по МСФО, так и по РСБУ) предполагают привлечение финансовых ресурсов со стороны ввиду низкого уровня cash-flow. В свою очередь, это может сказаться на денежной ликвидности предприятий и значительно повлиять на оценку стоимости КРУ.

При определении прогнозных внутрироссийских и экспортных цен на уголь мы использовали форвардные контракты European OTC Prices на 2015-2017 годы, публикуемые TheMcCloskeyGroupLtd. Отметим, что несмотря на то что стоимость отечественного угля напрямую зависит от мировых цен на сырье, ожидается значительный спад затрат отечественных производителей угля, что является поддержкой для цен на внутреннем рынке. [2]

Исходя из существующих объемов производства ОАО "Кузбассразрезуголь", средних цен на уголь на рынке и размера выручки компании, можно увидеть, что при реализации продукции КРУ применяется трансфертное ценообразование - то есть центром капитализации прибыли является не сама компания, а аффилированные с ней структуры. В том числе, в экспортных поставках угольной продукции таковой структурой является Krutrade AG.

Можно сделать вывод о возможном отказе ОАО "Кузбассразрезуголь" от системы трансфертного ценообразования, но определенная динамика финансовых результатов, показанных КРУ за 2016 год, и "более скромная" по Krutrade AG дают возможность нам увидеть, что КРУ постепенно начала отходить от этой практи

Честная стоимость акций ОАО "Кузбассразрезуголь", рассчитанная на основании DCF-модели и не учитывающая энергоактивы, которыми владеет компания, составляет \$0.455/акцию, что на 21% выше текущей цены \$0.54.

Естественно, модель является наиболее чувствительной к изменению ставки дисконтирования (WACC), которая, исходя из ее пропорции, в наибольшей степени обусловлена стоимостью акционерного капитала. В это время как планируемый выпуск еврооблигаций (\$300 млн) в случае его удачной реализации изменит как саму пропорцию, так и стоимость долга. Следовательно, рост чувствительности модели к изменению прогнозных цен на энергетический уголь привела к таким факторам как: во-первых, на долю энергетического угля приходится львиная доля выручки компании - по нашим оценкам, до 77% (в 2017 году - до 81%), а во-вторых, как мы уже отмечали, инвестиционная программа ОАО "Кузбассразрезуголь" предусматривает особый отток денежных средств, что в условиях спада цен на уголь делает такназываемый freecash-flow за период интенсивных инвестиций (2015-2017 годы) неблагоприятным. С учетом стоимости энергоактивов (16% Новосибирскэнерго и 85% Бийскэнерго) стоимость ОАО "Кузбассразрезуголь" составляет \$0.562/акцию, что на 39% выше текущего уровня котировок.

В случае подтверждения информации о владении ОАО "Кузбассразрезуголь" 2- процентным пакетом государственного энергохолдинга расчетная стоимость компании составляет \$0.747/акцию, что на 87% выше текущих цен. В то же время мы считаем целесообразным отметить, что наше отношение к данной информации скептическое и данная расчетная стоимость КРУ приведена исключительно в информационных целях. Следовательно, мы не рекомендуем руководствоваться ею при оценке потенциала компании.

Значительная разница в результатах сравнения ОАО "Кузбассразрезуголь" с угледобывающими компаниями по таким показателям как выручка и стоимость предприятия/EBITDA, а также цена/доход на акцию (P/E) за 2016 год, являются вспомогательным фактором, показывающим пользу предположения о+ использовании КРУ трансфертного ценообразования, когда денежные потоки выводятся из компании. В дальнейшем, в соответствии с нашей моделью, в случае отказа КРУ от трансферта существенная переоценка ОАО "Кузбассразрезуголь" по отношению к другим предприятиям значительно уменьшается. Сравнение КРУ с другими угледобывающими компаниями на основе производственных заключений данные по производству не искажаются ни учетной политикой компании, ни различиями в требованиях финансовой отчетности, ни отличиями в методике учета и классификации сырьевых запасов предприятий. Важно сказать о сильном потенциале роста показателей рентабельности ОАО "Кузбассразрезуголь" является крайне неблагоприятным, также свидетельствующем о имеющемся у предприятия трансфертного ценообразования. Ожидается, что в скором будущем будут известны и результаты и требования предстоящего выпуска, что приведет к усоввершенствованию стоимости обслуживания долга, следовательно, и расчетной цены акции.

ОАО "Кузбассразрезуголь" имеет как сильные, так и слабые стороны. Рассмотрим сильные, они подразумевают следующее: 1) КРУ является одним из крупных экспортеров угля в РФ, что даёт возможность получать прибыль в том числе за счет разницы цен на отечественном и мировом рынках; 2) поддержка со стороны властей Кемеровской области дает компании возможность лоббировать свои интересы в регионе, но и поддерживать стабильность своего бизнеса; 3) добыча угля открытым способом фактически снижает риски взрыва метана при проведении работ, я

Риски компании связаны из-за следующего:

1. Зависимости компании от цены на коксующиеся, а в большей степени - на энергетические угли что может быть неблагоприятной тенденцией и повлиять на финансовые показатели в случае негативной конъюнктуры на угольном рынке;
2. Данная ситуация может сильно изменить финансовую устойчивость предприятия при запланированных масштабных инвестициях, финансирование которых возможно лишь за счет привлечения финансовых ресурсов;
3. КРУ имеют значительное влияние от тарифов государственной монополии РЖД на транспортировку угля, что может привести к росту себестоимости и рентабельности экспортных поставок;
4. Крайне низкий free-float рынка акций (4.88%) потенциально несет в себе риски реализации права мажоритарного выкупа со стороны контролирурующих акционеров.
5. Существенное количество объявленных акций в рамках предполагаемого IPO может значительно привести к росту free-float, но в то же время понести в себе риски уничтожения долей существующих миноритарных акционеров;
6. Существенно увеличенная инвестиционная программа компании, ведущая к модернизации производственных мощностей, будет способствовать увеличению добычи угля на разрезах Кузбассразрезугля и, соответственно, получению вспомогательной прибыли, однако ее реализации почти полностью зависит от внешних источников финансирования;
7. На данный период компания продолжает использовать схемы трансфертного ценообразования, что оказывает влияние на его финансовых потоках;
8. На сроке окупаемости энергетических проектов КРУ может повлиять увеличение конкуренции на энергетическом рынке РФ;
9. Дивиденды по акциям предприятия не выплачивались никогда, а дивидендной политике у эмитента нет.

ЗАО "Рейтинговое агентство АК&М" является ведущим независимым национальным рейтинговым агентством в России. ЗАО "Рейтинговое агентство АК&М" подтвердило ОАО "Кузбассразрезуголь" рейтинг кредитоспособности по национальной шкале "А" (3-й подуровень) с негативным прогнозом. Кредитный рейтинг компании по-прежнему отражает ее высокий производственный потенциал и устойчивые позиции на российском угледобывающем рынке. На долю предприятия приходится около 4% угля, добываемого на территории Российской Федерации. По данному показателю ОАО "Кузбассразрезуголь" занимает 5-е место среди угледобывающих компаний России. В качестве позитивного фактора Агентство отмечает приемлемую степень годности основных производственных мощностей, что достигается за счет постоянного пополнения парка машин и механизмов, высокого качества и оперативности текущего и капитального ремонтов. В целом, существующие мощности по добыче и переработке угля позволяют компании поддерживать производственные показатели на достаточно высоком уровне. [3]

Ключевым фактором, ограничивающим уровень кредитного рейтинга, является предельно высокий уровень долговой нагрузки в сочетании с продолжающимся ухудшением финансовых результатов деятельности предприятия. В результате снижения доходности и рентабельности бизнеса существенно вырос уровень долговой нагрузки на предприятие. Определяющие системные риски в деятельности компании связаны с ситуацией на внутреннем и внешнем рынках металлургических и энергетических углей, диктующей изменение уровня цен как в силу влияния общеэкономических и макросоциальных факторов, так и вследствие природных катаклизмов и техногенных катастроф. В случае сохранения и тем более дальнейшего падения отпускных цен на уголь предприятие может оказаться в еще более сложной ситуации, которая крайне неблагоприятно скажется на его кредитоспособности.

Международное рейтинговое агентство Moody's отозвало рейтинг угольной компании "Кузбассразрезуголь", находившийся на уровне "В3" с негативным прогнозом, говорится в сообщении агентства. Рейтинг был отозван по собственным бизнес-причинам агентства. Также Moody's отозвало рейтинг вероятности дефолта "В3-PD" и рейтинг компании по национальной шкале Вaa3.ru [2]

Учитывая вышеизложенные факторы, масштаб компании, потенциал роста объемов производства, а также потенциал роста стоимости акций, можно выявить, что следует рекомендовать бумаги ОАО "Кузбассразрезуголь" к приобретению. Однако отмечается, что реализация данного потенциала возможна лишь при отказе от существующей практики трансфертного ценообразования. Кроме того, одним из основных условий, которое должно привести к справедливой оценке рынком стоимости акций КРУ, должно быть увеличение честности бизнеса группы. Пересмотрев оценку справедливой стоимости компании Кузбассразрезуголь, и исходя из наилучшего прогноза цен на уголь, необходимо изменить метод ее оценки, полагая, что предприятие в свете благоприятной конъюнктуры на рынке и специфических корпоративных рисков заслуживает сценарного подхода. Новая оценка в базовом сценарии дает справедливую цену \$0.98 за акцию, что предполагает 52- процентный рост от текущих уровней и рекомендацию "покупать".

Инвестиционная привлекательность компании увеличивается за счёт следующих факторов:

1. сильная зависимость оценки компании от цен на уголь - Кузбассразрезуголь занимается лишь производством энергетического и коксующегося углей;

2. проведению реструктуризации и упорядочиванию активов, что ведет к прозрачности. Для компании угольной отрасли это является значительным драйвером увеличения стоимости. При этом следует помнить, что на внутреннем рынке КРУ сам реализует продукцию, а на экспорт - непосредственно благодаря Krutrade.

Одним из главных рисков для инвесторов является исполнение сценария, в котором средние цены реализации не будут отражать благоприятную ситуацию в отрасли. Поэтому, следует учесть беспрецедентно высокие капитальные затраты, запланированные компанией на 2016 год, оцениваемый денежный поток может на длительный срок оказаться непредставительным. Отразив последствия реализации данного риска в неблагоприятном сценарии оценки. Вероятно оптимистические сценарии способны подразумевать отказ от услуг эксклюзивного трейдера и консолидацию экспортной маржи на собственной отчетности, давно обещанное IPO и реализацию новых проектов в энергетике. Исходя из сравнительного анализа акций комп