



23 октября 2023 г.

# Распадская

Цель: 234 руб. / «Продавать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов  
VDanilov@velos-capital.ru

## Возвращение старых рисков

За последние 12 месяцев бумаги Распадской продемонстрировали сильную динамику на уровне ключевых российских индексов, что, на наш взгляд, обусловлено позитивной инерцией прошлых лет, когда мировые цены на коксующийся уголь обновляли исторические максимумы, а компания находилась в шаге от выделения из материнского Евраз и выплачивала щедрые дивиденды. В текущих условиях мы считаем акции Распадской переоцененными, несмотря на низкую оценку по мультипликаторам относительно сектора и амбициозные планы по долгосрочному наращиванию добычи угля. На фоне санкций против Евраз дивидендная пауза Распадской вполне может затянуться на неопределенный срок, вследствие чего возможно наращивание объемов выдачи связанных займов, при помощи которых материнская компания получает доступ к денежным средствам Распадской в обход дивидендов. Также в связи с отменой выделения Распадской из Евраз на повестке вновь оказалась проблема низкого free-float и низкой ликвидности, а также риск принудительного выкупа в случае пересечения Евразом 95%-го порога владения. При этом Распадская накопила значительную денежную подушку в условиях отсутствия долга. На наш взгляд, на горизонте одного-двух лет не стоит ожидать распределения свободных средств акционерам. Мы допускаем, что компания продолжит увеличивать выдачу займов связанным сторонам, пока не возникнет подходящий объект для поглощения, что позволит реализовать заявленную цель по добыче угля в 35 млн т после 2030 г. Также падающие мировые цены на коксующийся уголь станут дополнительным основанием для отказа от дивидендов в 2023-2024 гг. Мы устанавливаем целевую цену для бумаги Распадской на уровне 234 руб. с рекомендацией «Продавать».

**Финансовые показатели.** По итогам 1-го полугодия 2023 г. выручка Распадской сократилась на 27,5%, EBITDA – на 59,0%, FCF – на 85,3% на фоне падения цен на коксующийся уголь. Так, согласно данным Росстата, внутренняя стоимость коксующегося угля упала с пиковых 12,7 тыс. руб. за т (апрель 2022 г.) до 5,4 тыс. руб. за т в августе 2023 г. Несмотря на то, что во 2-м полугодии ожидается дальнейшее снижение выручки и EBITDA, свободный денежный поток компании, согласно нашим расчетам, увеличится благодаря высвобождению оборотного капитала и по итогам 2023 г. составит 266 млн долл. Также стоит отметить, что благодаря длительной дивидендной паузе денежная позиция Распадской на конец июня 2023 г. увеличилась до 453 млн долл. при полном отсутствии долговой нагрузки, что создает прочную подушку безопасности и открывает широкие возможности для реализации M&A.

**Санкции.** С 10 августа 2022 г. Евросоюз полностью прекратил импорт российского угля, однако мы отмечаем, что Европа изначально не являлась ключевым рынком сбыта Распадской. Так, в докризисном 2021 г. 57% выручки компании пришлось на Россию, 32% - на Азию и лишь 11% на европейский регион. В 2022 г. вклад Европы в доходы Распадской сократился до 2% параллельно наращиванию доли Азии до 50%. Мы отмечаем, что санкции нанесли основной удар не по сбыту, а по корпоративному элементу. На фоне ограничений, введенных против британского Евраз, было отменено выделение Распадской из материнской компании. Также невозможность получения дивидендов Евразом удерживает Распадскую от объявления выплат уже четвертое полугодие подряд.

### Динамика акций Распадской и ключевых индексов

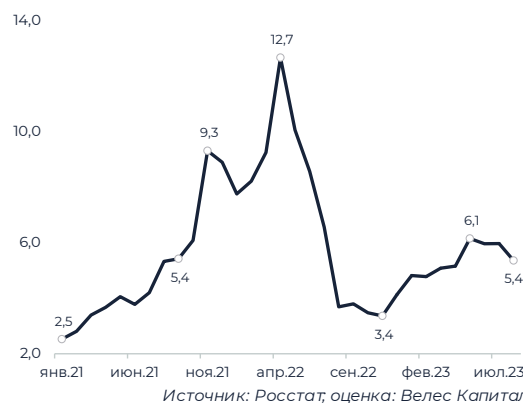


### Информация об акциях компании

RASP	234
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
348	-32,8%
Текущая цена, руб.	Потенциал
200/386	Продавать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн долл.	1П 2022	1П 2023	+/-
Выручка	1 691	1 226	-27,5%
EBITDA	1 054	432	-59,0%
Рентабельность EBITDA	62,3%	35,2%	-27,1 п.п.
Чистая прибыль	662	314	-52,6%
Рентабельность чистой прибыли	39,1%	25,6%	-13,5 п.п.
Свободный денежный поток	428	63	-85,3%

### Внутренние цены на коксующийся уголь (тыс. руб./т)



Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



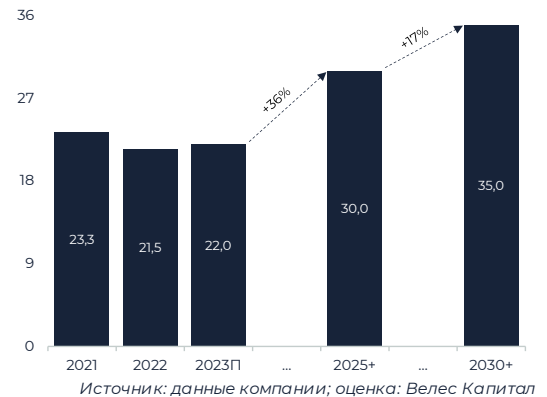
**Добыча угля.** По итогам 2023 г. руководство Распадской ожидает добычу рядового угля на уровне предшествующего года, а цель в 30 млн т, ранее намеченная на 2025 г., сдвигается на более поздний срок. Мы отмечаем, что 30 млн т компания рассчитывает достичь за счет расширения уже имеющихся мощностей, нарастив таким образом добычу на 36% к объемам текущего года. Более долгосрочный таргет в 35 млн т угля после 2030 г. допускает участие в greenfield-проектах, а также крупные сделки поглощения, однако конкретные планы менеджмент пока не озвучивает. Тем не менее на балансе компании уже скопилась солидная денежная подушка, соответствующая почти 20% текущей рыночной капитализации. Таким образом, в совокупности с отсутствием долга Распадская имеет весьма широкие возможности для реализации M&A.

**Корпоративное управление.** Распадская контролируется материнским Евразом, чья доля в уставном капитале компании составляет 93,2%. На фоне длительной дивидендной паузы на балансе Распадской скопился значительный объем кэша, часть которого уже третье полугодие подряд выдается другим дочерним предприятиям Евраз в виде займов связанным сторонам. Так, на конец 1-го полугодия 2023 г. совокупная денежная позиция Распадской составила 453 млн долл., из которых 330 млн долл. пришлось на кэш и 123 млн долл. на связанные займы. Практика выдачи таких займов впервые была применена в 2016 г., а своего пика достигла в 2018-2019 гг. Формальное основание займов – генерация дохода на кэш за счет процентных платежей, однако фактически данный инструмент используется Евразом для получения доступа к свободным средствам Распадской в обход дивидендов. Высокий объем связанных займов в 2018-2019 гг. предшествовал выкупу Распадской у Евраз оставшихся угольных активов (Южжубассуголя и Межегейуголя), после чего в преддверии выделения угольной компании из Евраз практика связанных займов была прекращена. Однако на фоне санкций материнский Евраз потерял возможность выводить кэш из Распадской путем выплаты дивидендов. Мы допускаем, что возвращение к связанным займам является существенным риском корпоративного управления Распадской, следствием которого может стать еще большее затягивание дивидендной паузы.

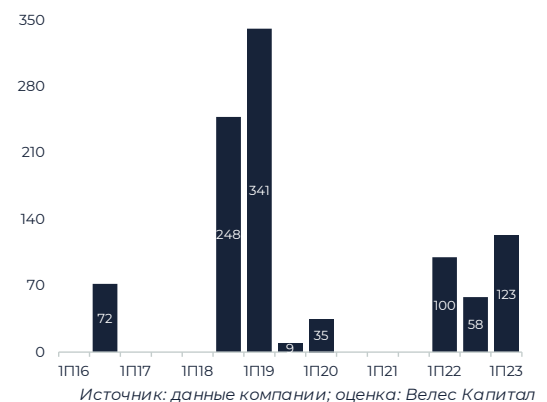
**Мультипликаторы.** Несмотря на амбициозные планы по наращиванию добычи, акции Распадской торгуются с одним из самых низких мультипликаторов в российском секторе металлов и добычи. Так, форвардный EV/EBITDA 2023П компании составляет 2,4x при среднеотраслевой медиане 4,5x. На наш взгляд, существенный дисконт к аналогам обоснован, в первую очередь, высокими рисками корпоративного управления. Одним из последствий данных рисков является длительное откладывание дивидендов и наращивание объемов выдачи связанных займов дочерним предприятиям Евраз. Также на фоне отмены выделения Распадской из материнского холдинга мы отмечаем риск пересечения Евразом 95%-го порога владения (до которого осталось лишь 1,8% УК), после чего возможен принудительный выкуп и делистинг.

**Дивиденды.** Распадская не выплачивает дивиденды уже четыре полугодия подряд, начиная с финальных выплат за 2021 г. Совокупный дивиденд при распределении 100% FCF за 2022 г. мог бы составить 81,1 руб. на акцию (доходность 23,2% к текущим котировкам). На фоне падения мировых цен на коксующийся уголь выплата за 2023 г. оказалась бы скромнее – лишь 26,3 руб. на акцию со скромной доходностью 7,5%. В 2024 г. мы ожидаем определенное высвобождение оборотного капитала, что в совокупности с ослаблением рубля теоретически может обеспечить 42,6 руб. на акцию (доходность 12,2%). Однако мы полагаем, что Распадская не будет осуществлять выплаты вплоть до устранения всех санкционных препон, связанных с материнским Евразом, и сроки решения данной проблемы пока остаются крайне неопределенными.

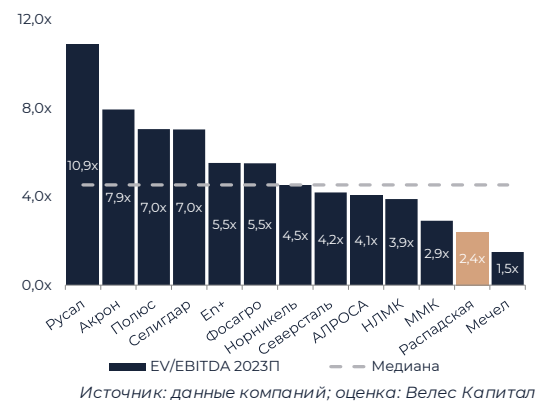
Добыча рядового угля (млн т)



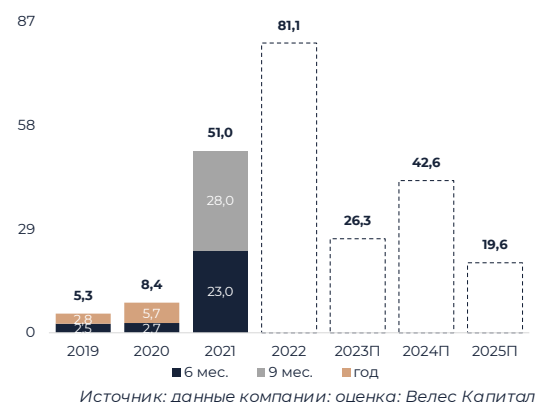
Займы, выданные связанным сторонам (млн долл.)



Мультипликатор EV/EBITDA 2023П российских компаний сектора металлов и добычи



Дивидендные выплаты на акцию (руб.)





# Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
<b>Выручка, в т.ч.:</b>	<b>2 842</b>	<b>2 397</b>	<b>2 137</b>	<b>2 375</b>
Угольный концентрат	2 069	1 468	1 300	1 445
Рядовой уголь	242	128	137	152
Прочая выручка	531	802	700	778
Операционные расходы	(1 842)	(1 834)	(1 893)	(2 106)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>1 295</b>	<b>748</b>	<b>480</b>	<b>529</b>
Амортизация и корректировки	(295)	(185)	(236)	(260)
<b>ЕБИТ</b>	<b>1 000</b>	<b>563</b>	<b>244</b>	<b>269</b>
Прочие доходы/расходы	(1)	41	20	24
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>999</b>	<b>605</b>	<b>264</b>	<b>293</b>
Налог на прибыль	(217)	(121)	(53)	(59)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>782</b>	<b>484</b>	<b>212</b>	<b>234</b>
EPS, долл.	1,2	0,7	0,3	0,4

Баланс, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>1 900</b>	<b>1 668</b>	<b>1 732</b>	<b>1 772</b>
Основные средства	1 865	1 514	1 578	1 618
Прочие внеоборотные активы	35	154	154	154
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>1 214</b>	<b>1 320</b>	<b>1 480</b>	<b>1 689</b>
Оборотные активы	759	777	621	672
Денежные средства	385	539	855	1 013
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	70	4	4	4
<b>Итого активы</b>	<b>3 114</b>	<b>2 988</b>	<b>3 212</b>	<b>3 460</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>2 379</b>	<b>2 361</b>	<b>2 573</b>	<b>2 807</b>
Акционерный капитал	2 366	2 350	2 562	2 796
Доля миноритариев	13	11	11	11
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>332</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>
Долгосрочные кредиты и займы	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	332	267	267	267
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>403</b>	<b>360</b>	<b>372</b>	<b>387</b>
Краткосрочные кредиты и займы	0	0	0	0
Оборотные обязательства	275	274	286	301
Прочие краткосрочные обязательства	128	86	86	86
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>3 114</b>	<b>2 988</b>	<b>3 212</b>	<b>3 460</b>

Движение денежных средств, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
<b>Операционная деятельность</b>	<b>915</b>	<b>493</b>	<b>595</b>	<b>434</b>
Чистая прибыль	782	484	212	234
Налоги и проценты	2	(9)	(20)	(24)
Корректировки	271	135	236	260
Изменение оборотного капитала	(140)	(116)	168	(36)
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(262)</b>	<b>(290)</b>	<b>(280)</b>	<b>(276)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(231)	(250)	(300)	(300)
Прочее	(31)	(40)	20	24
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(662)</b>	<b>(6)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Изменение долга	(406)	0	0	0
Выкуп акций	0	1	2	3
Выплата дивидендов	(247)	0	0	0
Прочее	(9)	(7)	(2)	(3)
<b>Эффект курсовых разниц</b>	<b>(6)</b>	<b>(43)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(15)</b>	<b>154</b>	<b>316</b>	<b>158</b>

## Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
24%	256	259	262	265	268
25%	245	248	250	253	256
26,7%	229	231	234	236	238
27%	226	228	231	233	235
28%	218	220	222	224	226

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	12,9%
Премия рынка за риск	11,8%
Премия за риски корп. управления	0,5%
Премия за низкую ликвидность	0,5%
<b>Стоимость СК</b>	<b>26,8%</b>
Beta	1,10
<b>Стоимость долга</b>	<b>10,2%</b>
Доля СК	99%
Доля долга	1%

WACC	
	26,7%

Свободный денежный поток, млн	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
<b>Операционный ден. поток</b>	<b>915</b>	<b>493</b>	<b>595</b>	<b>434</b>
Кап. затраты	(231)	(250)	(300)	(300)
Проценты уплаченные	(9)	(1)	0	0
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>682</b>	<b>266</b>	<b>295</b>	<b>134</b>

Оценка стоимости акций, млн руб.	
<b>DCF-модель</b>	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	65 229
Терминальная стоимость (+)	60 148
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>	<b>125 378</b>
Чистый долг (-)	(29 994)
Доля миноритарных акционеров (-)	1 075
Доля в зависимых компаниях (+)	1 270
<b>Справедливая стоимость акц. капитала</b>	<b>155 567</b>
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>234</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EV/Sales	0,7	0,9	1,0	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>
EV/EBIT	2,1	3,7	8,6	7,8
EV/FCFF	3,1	7,9	7,1	15,6
<b>P/E</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>
P/B	1,0	1,0	0,9	0,9
<b>FCFF Yield</b>	<b>28,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>5,6%</b>

Коэффициенты	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Рентабельность валовой прибыли	61,2%	56,2%	48,1%	48,0%
Рентабельность ЕБИТ	35,2%	23,5%	11,4%	11,3%
Рентабельность чистой прибыли	27,5%	20,2%	9,9%	9,9%
<b>Рентабельность ЕБИТДА</b>	<b>45,6%</b>	<b>31,2%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,3%</b>
ROE	32,9%	20,5%	8,2%	8,3%
ROA	25,1%	16,2%	6,6%	6,8%
ROIC	33,6%	19,1%	7,6%	7,7%
EBIT/Interest expenses, x	111,1	563,2	-	-
<b>Net Debt/EBITDA, x</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно- банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2023 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

**ДЕРЖАТЬ** — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

## Аналитический департамент

### **Екатерина Писаренко**

Зам. генерального директора - директор департамента  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

### **Юлия Дубинина**

Заместитель начальника управления  
[YDubinina@veles-capital.ru](mailto:YDubinina@veles-capital.ru)

### **Артур Навроцкий**

Начальник управления доверительных операций  
[ANavrotsky@veles-capital.ru](mailto:ANavrotsky@veles-capital.ru)

### **Тарас Ковальчук**

Заместитель начальника отдела по работе с еврооблигациями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

### **Владимир Наумов**

Старший трейдер Управление операций на рынке акций  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

### **Илья Фомичев**

Специалист Отдела диллерских операций  
[IFomichev@veles-capital.ru](mailto:IFomichev@veles-capital.ru)

### **Сергей Юньков**

Старший специалист Управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[SYunkov@veles-capital.ru](mailto:SYunkov@veles-capital.ru)

### **Оксана Степанова**

Заместитель начальника управления  
[OStepanova@veles-capital.ru](mailto:OStepanova@veles-capital.ru)

### **Игорь Суптеля**

Ведущий трейдер  
[ISuptelya@veles-capital.ru](mailto:ISuptelya@veles-capital.ru)

### **Олег Вязовецков**

Ведущий специалист  
[OVyazovetskov@veles-capital.ru](mailto:OVyazovetskov@veles-capital.ru)

### **Наталья Котлова**

Ведущий специалист  
[VKotkova@veles-capital.ru](mailto:VKotkova@veles-capital.ru)

### **Екатерина Кокина**

Ведущий специалист  
[EKokina@veles-capital.ru](mailto:EKokina@veles-capital.ru)

### **Иван Манаенко**

Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

### **Юрий Кравченко**

Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

### **Артем Михайлин**

Телекоммуникации, IT, Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

### **Василий Данилов**

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[VDanilov@veles-capital.ru](mailto:VDanilov@veles-capital.ru)

### **Елена Кожухова**

Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@veles-capital.ru)

### **Сергей Жителев**

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[SZhitelev@veles-capital.ru](mailto:SZhitelev@veles-capital.ru)

### **Эльза Газизова**

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[EGazizova@veles-capital.ru](mailto:EGazizova@veles-capital.ru)