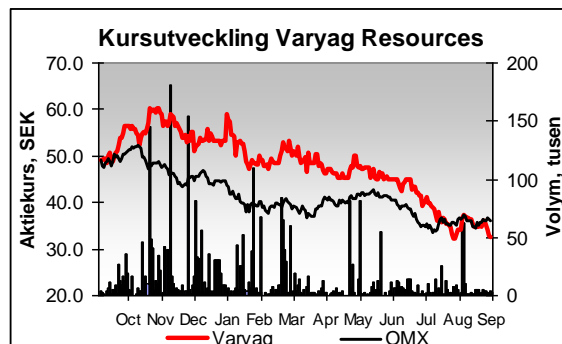


**Bolagsanalys**
**Varyag Resources (VARY.ST)**
**Rysk Private Equity**

- Varyag Resources investerar i noterade bolag verksamma inom den ryska råvarusektorn. Investeringarna sker inom tre sektorer; Skog, Grus & Kross samt Kol.
- Varyag ger exponering mot den ryska bygg- och anläggningsbranschen som kräver stora investeringar under de kommande åren. Infrastrukturen är undermålig och den ryska regeringen har ambitioner på att avsevärt förbättra väg- och järnvägsnätet fram till år 2025.
- Varyag är således bra positionerade genom sin investering i grussektorn. Satsningen inom skogssektorn och främst på sågade trävaror är dessutom intressant med tanke på höjda tullar på ryskt rundtimmer.

Lista: First North  
 Börsvärde: 439 MSEK  
 Bransch: Råvaror  
 VD: Torbjörn Gunnarsson  
 Styrelseordf: Sven Hirdman


**Redeye Rating**
**Bolaget**

Historik	● ● ● ● ●
Management	● ● ● ● ●
Marknad	● ● ● ● ●
Positionering	● ● ● ● ●
Lönsamhetspotential	● ● ● ● ●

**Aktien / Finans**

Finansiell situation	● ● ● ● ●
Fundamental värderingspotential	● ● ● ● ●
Relativ värderingspotential	● ● ● ● ●
Aktieägarvänlighet	● ● ● ● ●

**Nyckeltal**
**Fakta**

(SEKm)	2007	2008E	2009E	2010E
<b>Skog</b>				
Försäljning	352	355	687	730
EBIT	25	25	125	135
Nettoresultat	17	19	95	103
<b>Grus*</b>				
Försäljning	0	32	153	162
EBIT	0	6	70	74
Nettoresultat	0	4	53	56
<b>Varyags andel</b>				
Nettoresultat**	9	12	74	128

Aktiekurs, SEK	33
Antal aktier m	13
Börsvärde, MSEK	439
Nettoskuld	218
Free float %	73
Oms/dag/1000	12

Analytiker:  
 Magnus Söderberg  
[magnus.soderberg@redeye.se](mailto:magnus.soderberg@redeye.se)

Hjalmar Ahlberg  
[hjalmar.ahlberg@redeye.se](mailto:hjalmar.ahlberg@redeye.se)

\*Produktion väntas starta under q4'2008

\*\* Före kostnader för moderbolag och förvaltning

**\* Disclaimer** Analysgaranti är ett analyskoncept som är framtaget av Redeye AB. Tjänsten genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysgarantin ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

---

**Definitioner Verksamheten**

---

**Historik** Speglar bolagets historiska utveckling vad gäller tillväxt, lönsamhetsutveckling, nyemissionshistorik samt förmågan att hävda sig bättre än konkurrenterna på marknaden.

**Företagsledning** En bedömning av bolagsledningens kompetens, track-record och förmågan att driva bolaget mot goda resultat i framtiden

**Marknad** En bedömning av tillväxt- och lönsamhetspotentialen på den aktuella marknaden/ marknadssegmentet. Dessutom analyseras faktorer som påverkar marknaden såsom hot utifrån och tänkbara strukturförändringar.

**Positionering** Avser bolagets position på den aktuella marknaden mätt i marknadsandelar och konkurrenssituationen. Avgörande är faktorer som bolagets konkurrenskraft och varumärke. Eventuella partnerskap och utlandsetableringar kan också stärka bolagets positionering.

**Lönsamhetspotential** Med stöd från övriga kategorier avseende bolagets verksamhet görs en bedömning av bolagets framtida lönsamhetstillväxt och en uppskattning av bolagets långsiktiga marginaler.

---

**Definitioner Aktien / Finans**

---

**Finansiell situation** En sammanvägning av bolagets finansiella status med avseende på skuldsättning, egna kapitalet, kassa, beroendet av enskilda kunder/kundkategorier samt ägarnas finansiella styrka.

**Fundamental värderingspotential** Bolagets potential utvärderas via olika fundamentala nyckeltal samt genom kassaflödesvärdering av bolagets rörelse. I den fundamentala värderingen ingår även att värdera möjligheterna för aktien vid förändringar i avkastningskravet eller aktiens enskilda risknivå. Hög rating innebär låg fundamental värdering.

**Relativ värderingspotential** Bolagets nyckeltal jämförs med liknande bolag i Sverige och internationellt. Ingen vikt läggs vid nyckeltalens fundamentala nivå. I den relativa värderingen ingår att värdera möjligheten för att aktiens skall värderas enligt de utvalda jämförelseobjekten. Hög rating innebär låg relativ värdering.

**Aktieägarvänlighet** Aktien utvärderas kring parametrarna aktieutdelning, aktielikviditet, bolagets informationsgivning samt analysbevakning. I bedömningen ingår även aktieägarstrukturen och ägarnas finansiella ställning.

**Disclaimer** Redeye AB är ett analys- och rådgivningsföretag. Analysgaranti och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Tjänsterna genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Redeye AB kan utföra finansiell rådgivningsverksamhet mot onoterade och noterade bolag. Läsaren av denna rapport bör anta att Redeye kan ha erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i denna rapport. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysen ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

## Inledning/Bolagsprofil

---

*Varyag investerar i ryska onoterade bolag med fokus på tre sektorer; Skog, Grus & Kross samt Kol.*

Varyag Resources är ett Private Equity bolag som investerar i onoterade bolag verksamma inom den ryska råvarusektorn. Investeringar görs inom tre sektorer; Skog, Grus & Kross samt Kol och finansieras i huvudsak med eget kapital. Totalt uppgår nettoinvesteringarna inom samtliga sektorer till 469 miljoner kronor vilket motsvarar 81 procent av eget kapital. I juli i år genomförde Varyag sin senaste investering då 50 procent av aktierna i det ryska skogsföretaget ZAO Bamlesstroj förvärvades.

Varyag bildades den första augusti 2006 och noterades på OMX First North den sjunde augusti samma år. Företaget har hittills genomfört två emissioner, en i samband med noteringen, då 8,8 miljoner aktier tecknades till kursen 50 kr och tillförde bolaget 425 miljoner kronor samt en företrädesemission, vilken inbringade ytterligare 195 miljoner kronor. Börsvärdet uppgår till 439 miljoner kronor vid en aktuell kurs på 33 kronor. Koncernen består av moderbolaget Varyag Resources AB, samt dotterbolagen Varyag Capital Ltd. och Varyag Finance GmbH. Moderbolaget äger genom Varyag Capital Ltd. investeringarna i Ryssland.

### **Förvaltningsbolaget**

*Förvaltningsbolaget Taiga Capital Ltd. är operativt ansvariga i Ryssland.*

Varyag har ingått avtal med förvaltningsbolaget Taiga Capital Ltd., baserat i Moskva. Företaget har till syfte att identifiera investeringsmöjligheter i Ryssland och vara operativt ansvarigt för förvaltningen av portföljbolagen. Taiga Capitals team består av sju professionella investment managers samt två administratörer och ägs och drivs av Alexandr Williams, tidigare ansvarig för Vostok Naftas investeringar i Ryssland. Ersättning till Taiga Capital betalas ut som ett årligt arvode samt som en prestationsbaserad ersättning.

### **Investeringskommitté och ledning**

*En investeringskommitté bistår Varyag med råd och rekommendationer beträffande investeringarna i Ryssland.*

Som ytterligare en resurs har Varyag till sin hjälp en investeringskommitté, som skall bistå med råd och rekommendationer beträffande de investerings- och avyttrandeförslag som presenteras av Taiga Capital Ltd. Kommittén består av Mikhaïl M. Zadarnov, som tidigare varit rysk finansminister och vice premiärminister. Sergei Vasiliev som är senator och företrädare St. Petersburgområdet samt James Stewart som har erfarenhet från kapitalmarknaden med fokus på tillväxtmarknader.

VD i Varyag Torbjörn Gunnarsson som har stor erfarenhet av corporate finance från tidigare anställning inom Hagströmmer och Qviberg-koncernen. Styrelseordföranden Sven Hirdman är före detta svensk ambassadör i Moskva och har därmed god kännedom Ryssland och internationell politik. Största ägare i Varyag är Maths O Sundqvist via bolaget Landå.

## Verksamheten

---

### Bakgrund

*Ryssland har sedan 1998 haft en årlig tillväxt med i snitt 7 procent per år.*

*Många företag i den ryska råvarusektorn är underutvecklade.*

Vladimir Putin genomförde under sin tid som president reformer som kom att bli mycket positiva för Ryssland och den ryska ekonomin. Ryssland har sedan finanskrisen 1998 haft en årlig tillväxt med i snitt 7 procent per år, fram till början av år 2008, främst driven av landets energiexport. Trots detta var och är många av de mindre företagen verksamma inom råvarusektorn underutvecklade och flera av dessa företag drabbas alltjämt av svårigheter att erhålla banklån, för att kunna genomföra nödvändiga investeringar och därmed växa genom egen försorg. Det råder dock ingen brist på inhemska riskkapitalbolag i Ryssland men ledningen i dessa är ofta undermålig.

### Investeringsstrategi

*Utveckling av portföljbolagen sker tillsammans med bolagens egna ledning.*

Varyags investerar främst i onoterade bolag med god resurstillgång verksamma inom den ryska råvarusektorn som på sikt har möjlighet att avyttras, primärt via en marknadsnotering. Tillsammans med de förvärvade bolagens respektive ledning utvecklas portföljbolagen. Målet är att effektivisera produktionen, skapa finansiell transparens och på sikt nå en årlig avkastning om 30 procent.

Utvecklingen av de valda sektorerna bedömer Varyag som god, dels genom en ökad global efterfrågan på energi och dels genom en stark tillväxt inom den ryska byggnads- och anläggningssektorn. De inledande investeringarna kunde Varyag genomföra inom skogssektorn tack vare ett optionsavtal som företaget ingått med Vostok Nafta.

### Skog

*Innehaven i skogssektorn överförs till företaget RusForest Ltd. som ägs till 50 procent av Varyag.*

Varyag har hittills förvärvat aktier i åtta avverknings- och sågverksbolag och nettoinvesteringarna inom skogssektorn uppgår i dagsläget till 317 miljoner, vilket motsvarar 55 procent av eget kapital. Tilläggsinvesteringar i portföljbolagen har främst gjorts i anläggningstillgångar och förbättrad sågverkskapacitet för att kunna höja förädlingsgraden. Förvärven överförs till holdingbolaget RusForest, vilket ägs till 50 procent av Varyag och till 50 procent av Vostok Nafta och tanken är att på sikt att notera RusForest på Stockholms-, London- eller Moskvabörsen. Sett till 2007 års avverkade volym (skördeuttag) motsvarande 0,78 miljoner kubikmeter är nu RusForest Rysslands sjätte största skogs- och sågverkskoncern.

Efter de senaste förvärven kommer portföljbolagen ha en total årlig avverkningsrätt överstigande 1,9 miljoner kubikmeter på en areal motsvarande drygt 1 miljon hektar.

*RusForest är arealer är jämförbara med Holmen-koncernens.*

Detta kan jämföras med Holmen-koncernen, som innehar c:a 1 miljon hektar produktiv skogsmark. Holmen Timbers sågverk Iggesund har en produktionskapacitet om 0,3 miljoner kubikmeter sågade trävaror per år och RusForest mål är att under 2009 år att producera c:a 0,4 miljoner

kubikmeter sågade trävaror. Omsättningen för Holmen Timber uppgår till dryg 500 miljoner kronor per år.

Portföljbolagen bedriver sin verksamhet kring Irkutskregionen där arealerna och sågverken enligt Varyag är väl belägna för smidig avtransport. Detta medför att kostnaderna kan hållas relativt låga, trots brister i infrastrukturen.

Marken som bolagen arrenderar under 49 år består till mestadel av barrträd eller så kallad "Softwood" (sibirisk lärk, gran och tall).

### **Grus och kross**

Varyags nettoinvesteringar inom grus- och krosssektorn uppgår till 113 miljoner kronor vilket motsvarar 19 procent av eget kapital och avser förvärv av aktier i företaget Russian Gravel Company (RGV). RGV äger genom sitt dotterbolag Belomorsky Karyer tre licenser för brytning av grabbo-diabas och granit, som i huvudsak användas vid anläggning av vägar och järnvägar samt vid tillverkning av cement och betong. Den totala reserven bedöms uppgå till 152 miljoner ton och livslängden blir därmed 90 år vid fullt kapacitetsutnyttjande. Logistiskt sett är stenbrotten enligt Varyag väl belägna för smidig avtransport av grus och krossprodukter via järnväg. RGV förväntas uppnå en maximal produktion om 1,7 miljoner ton grus och kross av god kvalitet per år och för tillfället bedömer Varyag att produktionen kan starta under q4'2008 då krossen är fullt installerad och möjlighet till avtransport av godset är säkerställt, vilket också Redeye räknar med.

### **Kol**

Varyag har tillsammans med en rysk partner, Transnafta, investerat i två kolprojekt i Ryssland. Varyags nettoinvesteringar uppgår till 40 miljoner kronor och den senaste investeringen avser kartläggning av kolfältet Kartagonski där tidigare mätningar som gjorts påvisar en reserv om 6 miljoner ton utvinningsbart kol. Bedömmare tror dock att fyndigheten kan innehålla betydligt mycket mer. De nya mätningarna kan påbörjas först när frosten kommer och resultatet väntas därmed fås under slutet av 2008.

Det andra projektet innefattar investeringar i bolaget Abanskaya Gornaya Kompanya, som efter en auktion äger alla fasta tillgångar i det konkursdrabbade företaget ZAO OKF UNAL, vilka tidigare drev Yeniseiskigruvan i Sibirien. Efter en tid av legala tvister på grund av att det inte gått att fastställa vem som egentligen är den rättmätige ägaren till gruvschaktet och de övriga fasta tillgångarna har nu Varyag indikerat att förhandling pågår om en försäljning av innehavet i AGK.

*Varyags netto-  
investeringar inom Grus &  
Kross-sektorn uppgår till  
113 MSEK.*

*Varyag investerar i  
kartläggning av kolfältet  
Kartagonski. Bedömare  
tror att reserven kan vara  
betydligt större än vad  
tidigare mätningar  
indikerat.*

## Investeringsammanfattning

---

Nedan följer en sammanfattning av Varyags hittills betalda investeringar och totala investeringsåttaganden (nettoinvesteringar).

<b>Tabell 1: Investeringsammanfattning</b>				
<b>(SEKm)</b>	<b>Bolag</b>	<b>Betald investering</b>	<b>Ytterligare åttaganden</b>	<b>Totalt</b>
<b>Skog</b>	RusForest Ltd.	141	5	145
	PIK 89 tilläggsinvestering	11	0	11
	Bogouchanski	42	28	71
	Nebelsky	17	0	17
	TSLKK	5	28	33
	Bamlesstroi	0	40	40
	<b>Summa</b>	<b>216</b>	<b>101</b>	<b>317</b>
<b>Grus</b>	Russian Gravel Company	89	24	113
	<b>Summa</b>	<b>89</b>	<b>24</b>	<b>113</b>
<b>Kol</b>	Unal Agk	24	0	24
	Kartagonski	0	15	15
	<b>Summa</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>40</b>
	<b>Totalt</b>	<b>329</b>	<b>140</b>	<b>469</b>

Källa: Varyag Resources

## Marknadsbeskrivning

---

*Priset för sågade trävaror väntas stiga under slutet av 2008.*

### **Skog**

Utvecklingen av priset för sågade trävaror var stark under 2007 men har därefter sjunkit något. I spåren av den amerikanska bolånekrisen har bostadsbyggandet globalt sett minskat, vilket är en bidragande faktor till ett lägre pris på sågat virke på världsmarknaden. Bedömare spår dock en ökning av priset mot slutet av 2008 då Kina väntas växa något som importör av sågade trävaror när allt fler möbeltillverkare förlägger sin produktion och tillverkning av möbler och snickerier i landet. I Japan väntas bostadsbyggandet åter ta fart vilket ytterligare kan stärka efterfrågan. Höjningen av exporttullarna på rundtimmer kommer troligen att pressa priset på timmer på den inhemska marknaden och kan därmed medföra en möjlighet för ryska sågverk att köpa råvara till lägre priser från små renodlade avverkningsbolag, som tidigare livnärt sig på export av enbart rundtimmer.

*Efterfrågan på grus- och krossprodukter väntas bli god på grund av kraftigt ökade investeringar i den ryska infrastrukturen.*

### **Grus och kross**

Det stora ryska federala vägbyggnadsprogrammet som avser medföra en stor förbättring av landets väg- och järnvägsnät och kommer att pågå fram till år 2025. Vägbyggnadssektorn står för c:a 70 procent av den totala konsumtionen av grus- och kross produkter i Ryssland och därmed väntas efterfrågan bli god. Än så länge är Ryssland ingen stor producent av grus och kross men konsumtionen av grus och krossprodukter av god kvalitet väntas öka med c:a 50 procent fram till år 2010 i takt med tillväxten i anläggnings- och byggnadsindustrin, som mellan åren 2005 till 2007 var 117 procent.

*Priset på kol kan komma att öka på grund av att den ryska gasmarknaden avregleras.*

### **Kol**

Kol är för tillfället ett av de snabbast växande bränslena i världen. Trots att förbränningen av kol tveklöst svarar för de största utsläppen av koldioxid ökade den årliga globala konsumtionen med 4,5 procent under år 2007 och väntas öka med 74 procent fram till år 2030. Den ryska inhemska gasmarknaden avregleras successivt fram till början av 2011 och priset på gas väntas därför öka. Följden bör också bli ett stigande kolpris då gaskonsumtionen till viss del ersätts av kol. Kina, som är en stor konsument och tillika producent av kol väntas växa som nettoimportör då konsumtionen under år 2007 steg med 7,9procent och exporten sjönk. Kinas närhet till Ryssland gynnar ryska producenter av kol, då kolet lätt kan transporteras landvägen till Kina.

## Finansiella prognoser

Samtliga avverknings- och sågverksbolag väntas vara i full drift under 2009.

### RusForest Ltd.

På grund av problem med transporter, ett svagare timmerpris och ökade bränslekostnader räknar vi med att RusForest försäljning för helåret 2008 kommer att hamna i linje med 2007 års siffror trots en något ökad volym. Samtliga avverknings- och sågverksbolag väntas vara i full drift under år 2009 och helt överförda till RusForest-koncernen. Effekterna av förbättrad sågverkskapacitet väntas bli synliga först på helårsbasis 2009 då vi estimerar en försäljningstillväxt motsvarande 94 procent. Målet är att RusForest skall producera 0,4 miljoner kubikmeter sågade trävaror, samt nå en avverkningsvolym motsvarande drygt en miljon kubikmeter under år 2009, att jämföra med helåret 2007 då portföljbolagen avverkade 0,71 miljoner kubikmeter och 0,15 miljoner kubikmeter sågade trävaror producerades, varav 90 procent såldes på export. Av det avverkade timret räknar Redeye med att 55 procent förädlas till träprodukter. Utöver sågade trävaror produceras även flis av spillet från sågningen och verksamheten i RusForest kan bli föremål för viss diversifieringen i framtiden (Varyag genomför bland annat tilläggsinvesteringar i ett pelletsverk vid ett av sågverken). Varyags mål är att nå en nettomarginal i intervallet 12 – 15 procent på helårsbasis 2009 vilket vi bedömer som rimligt med tanke på kostnaderna för marken och personalen är betydligt lägre jämfört med exempelvis Sverige. Holmen Timbers rörelsemarginal var 17 procent år 2006 och 24 procent år 2007 och vi räknar med att RusForest uppnår en rörelsemarginal om drygt 17 procent 2009.

Redeye beräknar omsättningen för RusForest till 687 MSEK år 2009.

<b>Tabell 2: Försäljning Rusforest</b>				
<b>(SEKm)</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Volym, avverkat timmer, MKm	0,7	0,8	1,1	1,2
Försäljning	352	355	687	730
Försäljningstillväxt	n/a	1%	94%	6%
EBIT	25	25	125	135
Nettoresultat	17	19	95	103
Nettomarginal	5%	5%	14%	14%
<b>Varyags ägarandel</b>	<b>50%</b>			

Källa: Varyag Resources, Redeye Research

Produktionskapaciteten i RGV uppgår till 1,7 miljoner ton per år.

### Russian Gravel Company

Produktionskapaciteten för Russian Gravel Company uppgår till 1,7 miljoner ton per år och under förutsättningen att produktionen tar fart under slutet av året är målet en nå full kapacitet redan under år 2009. I tabellen nedan räknar vi med att produktionen uppgår till 95 procent av full kapacitet under 2009 och ett snittpris på c:a 15 dollar per ton/grus. Varyag har indikerat en kostnad om 6 dollar per ton vilket betyder en rörelsemarginal (EBITDA) på drygt 60 procent. Redeye tar dock höjd för att kostnaderna ökat och estimerar en kostnad på 7 dollar per ton.

Redeye uppskattar att RGV fullt producerande 2009 och estimerar omsättningen till 153 MSEK år 2009.

<b>Tabell 3: Försäljning Russian Gravel Company</b>				
<b>(SEKm)</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Volym, grus & kross mton	0	0,3	1,6	1,7
Försäljning	0	32	153	162
Försäljningstillväxt	0	n/a	375%	5%
EBITDA	0	17	81	85
Marginal	0	53%	53%	53%
EBIT	0	6	70	74
Nettoresultat	0	4	53	56

**Varyags ägarandel\* 81%**

\*Efter konvertering av konvertibla lån

Källa: Varyag Resources, Redeye Research

Varyags förmåga att utvinna kol ur en större reserv är begränsad.

### Kol

Då Varyags förmåga att utvinna kol ur en större reserv troligen är begränsad gör vi därför inga prognoser. Skulle den nya kartläggningen av kolfältet Kartagonski indikera en betydligt större reserv än den redan påvisade blir fyndigheten troligtvis istället föremål för försäljning. Dessutom har Varyag under q2'2008 indikerat att man överväger att sälja innehavet i AGK då de rättsliga tvisterna inte gått att lösa.

Kassan uppgår till 218 MSEK per den 30 juni 2008 och Redeye bedömer bolagets finansiella ställning som god.

### Balansräkning och kassaflöde

Varyags totala investeringsåtaganden uppgår till 469 miljoner kronor vilket motsvarar 81 procent av eget kapital per q2'2008 och företaget är med stor sannolikhet fullinvesterat vid årsskiftet. Kassan uppgår per den 30 juni 2008 till 218 miljoner kronor och det egna kapitalet till 583 miljoner kronor. Efter resterande investeringsåtaganden är fullgjorda beräknas kassan uppgå till c:a 70 miljoner konor. Vi bedömer att investeringarna inom grus- och krossektorn samt skogssektorn bidrar till goda kassaflöden på helårsbasis 2009 och bedömer därmed bolagets finansiella ställning som god.

## Värdering

Vår DCF-värdering indikerar ett värde på 50 kronor per aktie.

Vi använder vi oss av diskonteringsräntan (WACC) om 15 procent vid värdering av Varyags tillgångar. Baserat på våra prognoser i föregående avsnitt blir DCF- värdet för RusForest 436 miljoner kronor och DCF-värdet för Varyags andel 218 miljoner kronor. DCF-värdet på Varyags andel i Russian Gravel Company uppgår till 181 miljoner kronor.

Då det beträffande kolsektorn än så länge råder en viss osäkerhet väljer vi att värdera innehaven till bokfört värde. Totalt värde inkluderat kassan (nettoskuld) blir 665 miljoner kronor motsvarande 50 kronor per aktie.

Vi tror att lönsamheten i RGV kommer att bli mycket god. RusForest har stor potential men arbetet med att höja produktionskapaciteten kräver mycket tid.

Lönsamheten i RGV tror vi kommer att bli mycket god och DCF-värdet är betydligt mycket högre än bokfört värde på grund av vi räknar med starka kassaflöden framöver då den största delen av investeringen sker i uppstartsfasen. Viktigt att ta i beaktande är att företaget än så länge inte är producerande och lönsamhetsantagandena kan vara överskattade.

RusForest värderas i nivå med bokfört värde vilket beror på att vi antar en något lägre rörelsemarginal än Varyag. Detta beroende på att bolaget är spretigt med ett flertal förvärv som måste integreras vilket vi tror tar tid och pressar lönsamheten.

**Tabell 4: Värderingssammanställning (SEKm)**

<b>RusForest*</b>		<b>Summering</b>	
Bokfört värde	216	DCF- Värde	659
DCF- Värde	436	DCF- Värde, Varyags andel	<b>423</b>
DCF- Värde, Varyags andel	<b>218</b>	Kol	24
		Nettoskuld	218
<b>Russian Gravel Company</b>		<b>Summa</b>	<b>665</b>
Bokfört värde	89	<b>Värde per aktie, SEK</b>	<b>50</b>
DCF- Värde	223	Antal aktier, m	13,3
DCF- Värde, Varyags andel	<b>181</b>		
<b>Kol, AGK</b>		WACC	15%
Bokfört värde	<b>24</b>		

\*Avser i beräkningen samtliga innehav inom skogssektorn

Källa: Redeye Research

## Känslighetsanalys

Genom att variera WACCen erhåller vi ett värderingsintervall om 47 – 54 kronor per aktie.

Då risken i Varyag är svår att bedöma varierar vi också WACCen i intervallet 14 – 16 procent och erhåller då ett värderingsintervall om 47 – 54 kronor per aktie.

Värderingen av RusForest är känslig för prisnivån på sågade trävaror, å andra sidan har det sannolikt hög korrelation med priset på rundtimmer (råvaran). Det innebär att en prisökning (minskning) på sågade trävaror förmodligen innebär ökade (minskade) kostnader för rundtimmer. Nedan visas några exempel på hur Varyags andel värderas baserat på olika förädlingsgrad respektive nyttjandegrad samt varierande pris på sågat trävaror respektive grus- och krossprodukter.

<b>Tabell 5: Känslighetsanalys</b>				
(SEKm)		Förädlingsgrad, %		
		50%	55%	60%
<b>Pris per kubikmeter sågad trävara, SEK</b>	1 200	53	89	126
	1 300	169	218	266
	1 500	375	445	514

Källa: Redeye Research

Russian Gravel Company har fasta produktionskostnader för utvinning av grus- och krossprodukter varför en prisökning (minskning) är väsentligt märkbar på lönsamheten.

<b>Tabell 6: Känslighetsanalys</b>				
(SEKm)		Gruspris, SEK/ton		
		90	95	100
<b>Nyttjandegrad, %</b>	90%	148	178	209
	95%	150	181	211
	100%	152	183	213

Källa: Redeye Research

### Risker och hot

Den största risken är att tillväxten i Ryssland avtar. Problemen är också allmänryska såsom risk för korruption och långdragna rättsliga processer.

Den kanske mest uppenbara risken för Varyag är att tillväxten i Ryssland skulle avta. Investeringarna görs förvisso i onoterade bolag och därmed minskar känsligheten för ett eventuellt volatilt ryskt börsklimat. Något som annars t ex Vostok Gas fått erfara på grund av sitt innehav i den ryska gasjätten Gazprom. Riskerna är också allmänryska såsom korruption och invecklad byråkrati.

Skulle de rättsliga tvisterna inte gå att lösa alls kan Varyag komma att förlora mellan 20 och 30 miljoner inom kolsektor. Ett varningens finger lyfts också för den ryska regeringens investeringar i infrastrukturen, som enligt bedömare har en relativt låg verkan. Många påbörjade byggnadsprojekt faktiskt avstannar varje år. Timmerpriset sätts i dollar varför Varyag också är beroende av dollarutvecklingen.

## Sammanfattning

---

*Potentialen i Varyag är hög men en investering i Ryssland förknippas med betydligt högre risk än investeringar i Sverige.*

Ryssland är ett land med många undervärderade tillgångar men som också präglas av byråkrati och långdragna affärsprocesser. Med den lokalkännedom ledningen, förvaltningsbolaget och den rådgivande kommittén förfogar tror vi att portföljbolagen kommer att förvaltas och utvecklas väl framöver. Det återstår dock en tid av effektiviseringar i respektive portföljbolag och först under 2009 kommer bokslutet att ge en rättvisande och bild av bolaget. Förhoppningsvis redovisar samtliga bolag då enligt IFRS- standard, vilket skulle göra att Varyag kan redovisa innehaven i sin resultaträkning.

I dagsläget skulle en exit- situation egentligen kunna vara aktuell inom samtliga sektorer. Det är dock inte troligt att någon avyttring sker innan 2010 då portföljbolagen bör ha nått en kontinuerlig och ihållande lönsamhet. När tiden väl är inne kommer bolaget enligt vår värdering att kunna nå upp till en avkastning på eget kapital kring det uppställda årliga avkastningskravet på 30 procent.

Potentialen i Varyag är således hög då företaget ger exponering mot marknader med hög tillväxtpotential men det skall också ställas i relation till den väsentligt högre risken som det innebär att investera i Ryssland jämfört med Sverige.

*Denna text får inte kopieras för annat än personligt bruk. Informationen i denna text anses vara tillförlitlig men Redeye kan inte garantera dess riktighet. Åsikter och estimat bygger på bedömningar som kan förändras från tid till annan. Redeye kan inte på något sätt ansvara för de investeringsbeslut som ovanstående text ger upphov till. Redeyes etiska regler kan du läsa på [www.redeye.se](http://www.redeye.se). Copyright Redeye AB. Analytikern äger ej aktier i bolaget.*