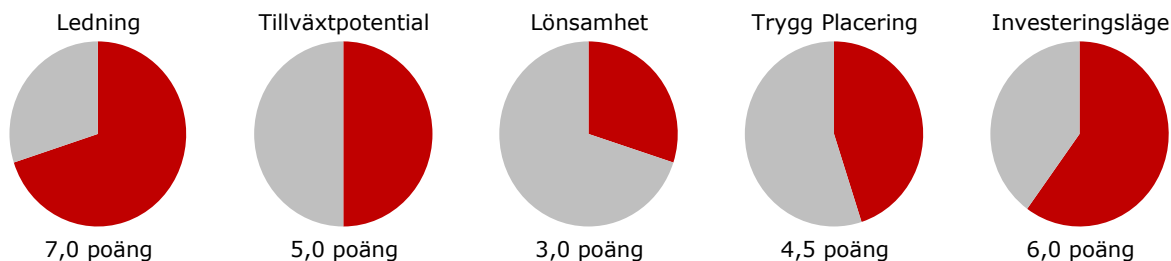


Sammanfattning
Varyag Resources AB (vary.st)
Investeringar klara, dags för kassaflöde

- Varyags rapport för det fjärde kvartalet visade att den försämrade ryska konjunkturen fortsätter att påverka bolagets portföljbolag. Å andra sidan stärks förutsättningarna i Varyags ryska skogsbolag av rubelfallet då försäljningen sker i dollar och kostnader är i rubel.
- Ur ett investeringsperspektiv är Varyag fortfarande intressant men riskfyllt. Läget i Ryssland har gjort att vi har höjt vårt avkastningskrav (riskpremiem) i vår värderingsmodell vilket ger ett lägre motiverat värde på bolaget. Trots det handlas bolaget med stor rabatt. Från att Varyag och dess portföljbolag varit i en investeringsfas så blir 2009 året då portföljbolagen skall bevisa att de kan stå på egna ben. Först när det sker och att läget stabiliseras i Ryssland har rabatten förutsättningar att minska.
- Varyag har 55,7 miljoner kronor i nettokassa och från och med nu sannolikt klart minskade investeringsbehov. Det i kombination med att portföljbolagen inte har några banklån ger en stabil finansiell situation.

Lista: First north
 Börsvärde: 152 MSEK
 Bransch: Råvaror
 VD: Torbjörn Gunnarsson
 Styrelseordf: Sven Hirdman


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

(SEKm)	2007	2008E	2009E	2010E	Fakta
Skog					Aktiekurs (SEK) 11,4
Försäljning	352	226	388	631	Antal aktier (milj) 13,3
EBIT	25	-9	0	51	Börsvärde (MSEK) 152
Nettoreultat	17	-9	0	39	Nettoskuld (MSEK) 55,7
Grus					Free float (%) 79,2
Försäljning	0	0	80	153	Dagl oms. ('000) 17,0
EBIT	0	0	31	70	
Nettoreultat	0	0	23	53	
Varyags andel					Analytiker:
Nettoreultat*	9	-4	22	69	Hjalmar Ahlberg
					Hjalmar.ahlberg@redeye.se
					Magnus Söderberg
					Magnus.soderberg@redeye.se

*Före kostnader för moderbolag och förvaltning

Källa: Redeye Research

Denna analys är baserad på Redeyes analyskoncept Analysgaranti/Uppdragsanalys. Redeye är en officiell Research Provider till Nasdaq/OMX. För mer information om Analysgaranti och Research Provider, se disclaimer i slutet av denna produkt.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) teknologiplattform, 5) konjunkturkänslighet och 6) aktiens likviditet. Faktorerna oberoende av enstaka händelser och finansiell situation viktas med 1,5x då dessa faktorer anses extra viktig. Faktorerna ägarstruktur, teknikrisk, konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Investeringsläge

De faktorerna som utgör bedömning av investeringsläge är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) trendmönster/tekniskt och 4) nyhetsflöde/triggers. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Ryssoro inte enbart negativt

Detta är den första uppdateringen sedan den initiala analysen av Varyag, som släpptes i samband med bolagets Q2-rapport 2008.

Efter bolagets Q3-rapport justerade vi ned våra estimat då rapporten indikerat en något sämre utveckling i portföljbolagen på grund av avmattningen i den ryska ekonomin.

Den ryska ekonomiska avmattningen påverkar inte enbart negativt

Krisen ger positiva valutaeffekter

Den ryska och internationella konjunkturen försvagades ytterligare under Q4 men den ryska finanskrisen har dock inte påverkat portföljbolagen enbart negativt. Att den ryska rubeln försvagas gentemot dollarn stärker marginalerna i RusForest då kostnadsbasen utgörs till 100 procent av inhemsk valuta och försäljningen sker i dollar. Valutaeffekten kan även bli positiv i Russian Gravel Company när bolaget går i produktion. Bristen på inhemska institutioner i Ryssland och försämrade lånevillkor drabbar inte portföljbolagen eftersom de inte har eller är beroende av några banklån. Dessutom klarar merparten av skogsbolagen nu att finansiera investeringar i utrustning med eget kassaflöde. Detta kan ge portföljbolagen ett försprång gentemot konkurrenter då Varyag indikerat att fler konkurrerande projekt inom sektorn avstannat i brist på lånefinansiering.

Prognosförändringar

Skog

Efterfrågan och priser har pressats på den internationella trävarumarknaden

Marknadsutsikterna för sågade trävaror är osäkra inför 2009

Under den andra halvan av 2008 har den internationella konjunkturen pressat efterfrågan och priserna på den globala trävarumarknaden och marknadsutsikterna inför 2009 är osäkra. Som ett led i detta har RusForest ökat fokus på Centralasien där nedgången än så länge är mindre märkbar. Dotterbolagens geografiska läge medför en möjlighet till export till bland annat Kazakstan och Azerbajdzjan, som blivit två allt viktigare marknader för RusForest under året. Varyag indikerar även att ytterligare fokus kommer att riktas mot regionen under 2009. Efterfrågan på sågade trävaror i Kina spås inte minska i samma utsträckning som efterfrågan på den internationella marknaden. Detta kan också gynna RusForest.

Under den första halvan av 2008 påverkades dotterbolagen i RusForest negativt av dåligt väder, vilket medfört ett betydligt lägre timmeruttag på helårsbasis. Timret som togs ut höll också en sämre kvalitet vilket i sin tur gjort att den sågade trävaran sålts till lägre pris. Totalt sett producerade RusForest cirka 0,13 miljoner kubikmeter sågad trävara under året vilket kan jämföras med våra prognoser på 0,27 miljoner kubikmeter. Målet för 2010 är nu att producera 0,4 miljoner kubikmeter sågade trävaror vilket vi också räknar med i våra prognoser nedan. På helårsbasis uppgick RusForest försäljning uppskattningsvis till 226 miljoner kronor (ej redovisat ännu), vilket är under våra estimat.

Fallande energipriser kan ge lägre kostnader

På kostnadssidan påverkades portföljbolagen negativt av högre bränslekostnader under första halvåret 2008. Energipriserna föll mot slutet av 2008 vilket vi antar gav en positiv effekt mot slutet av året. Att kostnadsbasen dessutom utgörs av rubel och försäljning sker i dollar har gett en positiv inverkan på marginalerna i både Q3 och Q4 då rubeln försvagats mot dollarn. Resultatet i RusForest beräknas dock bli negativt sett över helåret och förutom ovanstående har resultatet påverkats av större avskrivningar på grund av investeringar i ny sågverksutrustning.

Ny utrustning har effektiviserat produktionen

Investeringar i ny utrustning har genomförts (framförallt vid sågverket i Bogutjanij) med syfte att kunna producera råvaran till en lägre kostnad. Detta tror vi kan bli synligt i resultatraden under 2009.

Höjningen av de ryska exporttullarna kan ge en positiv effekt på priset för sågade trävaror

Höjningen av de ryska exporttullarna på rundtimmer har skjutits på framtiden. Detta kan bli fördelaktigt för RusForest-gruppen då bolagen i dagsläget exporterar en del rundtimmer till den kinesiska marknaden. När tullarna väl höjs kommer en stor del timmer att försvinna på den globala trävarumarknaden, vilket bör få priserna att stiga. Återigen kan RusForest gynnas av sitt geografiska läge och bli en attraktiv leverantör till marknaderna i mellanöstern och Asien.

RusForest ser ut kunna göra ett break-even resultat under 2009

I takt med ett högre skördeuttag och större mängd sågade trävaror samt lägre kostnader tror vi att RusForest når break-even under 2009 trots en eventuell nedgång i priset på sågade trävaror. Sedan den initiala analysen har flertalet förvärv inom skogssektorn integrerats i RusForest och genomlysningen av bolaget har blivit bättre. Det är dock fortfarande svårt att få en bra bild över verksamheten varpå skattningen får anses något osäker. Nedan följer en tabell med våra estimat för RusForest.

Tabell 1: Försäljning Rusforest (SEKm)	2008E	2009E	2010E	2011E
Volym, avverkat timmer, milj. m ³	0,6	1,1	1,4	1,6
Försäljning	226	388	631	847
Försäljningstillväxt	-31%	71%	63%	34%
EBIT	-9	0	51	149
Nettoreultat	-9	0	39	113
Nettomarginal	-4%	0%	6%	13%
Varyags ägarandel	50%			

Källa: Redeye Research

Grus och Kross

Produktionen i Russian Gravel Company har försenats ytterligare

Varyags Q4-rapport visade att produktionsstarten i Russian Gravel Company blivit ytterligare försenad. Bolaget väntar nu på ett godkännande för att kunna använda järnvägen för avtransport av godset. Det är ännu osäkert när i tiden produktionen kan ta fart men sprängning och viss bearbetning har redan påbörjats och vi antar att leverans kan starta omedelbart då tillståndet erhålls. Ett positivt inslag är också att Varyag har för avsikt att teckna avtal om leverans av kross till uppförandet av två kärnkraftverk i regionen. Eftersom produktionsstarten uppskjutits

ytterligare bedömer vi att Varyag producerar cirka 50 procent av sin totala kapacitet under 2009.

Även inom grussektorn har förutsättningarna förändrats på marknaden

Även inom grussektorn har förutsättningarna förändrats på marknaden. I samband med att bygginvesteringar minskar tror vi också att priset på grus kan sjunka något under 2009. Det ryska behovet av kross ser fortfarande ut att öka i takt med de stora investeringarna i den ryska infrastrukturen. Risken är att genomförandet av investeringarna förskjuts. Vi antar ett genomsnittligt pris på 95 dollar per kubikmeter och räknar med att försäljningen för RGC under 2009 uppgår till 65 miljoner kronor. Däremot räknar vi med något lägre kostnad per ton då rubeln försvagats mot dollarn. Under 2010 bedömer vi att bolaget går för fullt och då kan bidra med goda kassaflöden samt bli föremål för försäljning. Nedan följer en tabell med våra prognoser för RGC.

Tabell 2: Försäljning Russian Gravel Company (SEKm)	2009E	2010E	2011E
Volym, grus & kross, mton	0,9	1,6	1,6
Försäljning	80	153	156
Försäljningstillväxt	n.m	92%	2%
EBITDA	42	82	83
EBIT	31	70	72
Nettoreultat	23	53	55
Varyags andel	93%		

Källa: Redeye Research

Under perioden har ägarförhållandena förändrats i Russian Gravel Company. De övriga ryska ägarna överskred budget och en överenskommelse som innebär att Varyag tog över deras ägande slöts. Varyag äger därmed nu 93 procent av RGC. Dessa ägare är ej längre operativt aktiva i bolaget.

Kol

Innehavet i kolprojektet Unal är avyttrat

De legala tvisterna beträffande kolprojektet i Unal gick inte att lösa och bolaget har nu sålt innehavet. Försäljningen medför en förlust på 19 miljoner kronor men ett positivt kassatillskott på cirka 9 miljoner kronor som successivt kommer att erhållas under 2009 och 2010. Beträffande det andra projektet i Kartagonski (kartläggning av kolfält) har Varyag valt att inte genomföra ytterligare investeringar i väntan på att skogs- och grusbolagen får stabilt kassaflöde. Med tanke på tidigare förseningar i sektorn bedömer vi detta som klokt.

Finansiell ställning

Kassan per Q4 uppgår till 55,7 miljoner kronor.

Kassan per Q4 uppgår till 55,7 miljoner kronor, vilket vi anser ger utrymme för en mindre nedgång i respektive marknad även under 2009. Skulle efterfrågan på sågade trävaror sjunka markant även i Centralasien kan läget dock förändras. Likaså kan ytterligare förseningar skapa behov av kapitaltillskott hos dotterbolagen. Skulle priset på grus sjunka är läget inte lika kritiskt då det faller från höga nivåer. Å andra sidan är bolagets

kostnader för produktion fasta och vid en viss nivå är det inte lönsamt att producera. Vostok Nafta som under året tog över huvudägandet ger trygghet som stark ägare.

Värdering

Vårt nya DCF-värde per aktie är 32 kronor

De impairmenttester som Varyag genomfört visar inte på att några nedskrivningsbehov föreligger. Med tanke på finanskris och ryssoro så har riskpremien höjts och den nya WACC företaget använder är 18 procent. Följaktligen justerar även vi upp riskpremien, vilket ger oss en WACC i linje med Varyags. Ytterligare faktorer som gör att vi sänker vårt DCF-värde är de förseningar som uppstått i RGC och en sämre utveckling än väntat i skogsbolagen samt att värderingen av RGC är väldigt känsligt för förändringar i gruspriset. Således blir vårt nya DCF-värde 32 kronor per aktie. Detta indikerar en fortsatt god uppsida för den långsiktige och riskvillige investeraren. Nedan följer en tabell som summera de diskonterade värdena per sektor.

Värderingen är känslig för gruspriset

Tabell 3: DCF-modellen (SEKm)

RusForest*		Summering	
Bokfört värde	216	DCF- Värde	615
DCF- Värde	480	DCF- Värde, Varyags andel	365
DCF- Värde, Varyags andel	240	Kol	0
		Nettoskuld	56
Russian Gravel Company		Summa	421
Bokfört värde	89		
DCF- Värde	135	Värde per aktie, SEK	32
DCF- Värde, Varyags andel	125	Antal aktier, m	13,3
Kol, AGK (avyttrat)		WACC	18%
Bokfört värde	0		

*Avser i beräkningen samtliga innehav inom skogssektorn Källa: Redeye Research

Den stora rabatten på aktien jämfört med vårt DCF-värde tror vi kan förklaras av tre anledningar. För det första är transparensen mindre bra eftersom dotterbolagens resultat redovisas med eftersläpning och det faktiska resultatet för 2008 är ännu ej känt. Därutöver finns en osäkerhet om RGC överhuvudtaget kan gå i produktion. I värderingen ovan antar vi med 100 procents säkerhet att produktionen går igång. En tredje anledning är att den ryska ekonomin präglas av stor osäkerhet och följdinvesteringar kan behövas hos dotterbolagen.

Varyag-aktien

Risken i Varyag är fortfarande hög men...

Varyag-aktien backade rejält (-77 procent) under 2008, generellt påverkad av ryssoron. Aktien har fortsatt att utvecklas negativt även under 2009 (-18 procent). Den som vill köpa aktier i Varyag måste vara medveten om att risken är hög. Vi anser dock att värderingen i dagsläget ser intressant ut för den långsiktige. Något som talar för en uppvärdering av aktien (på längre sikt) är att rysk skog i förhållande till svensk skog värderas väldigt lågt. En trigger vi ser för aktien framöver är nyheten om att RGC kan gå i produktion.

Värderingen ser intressant ut för den långsiktige

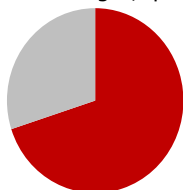
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

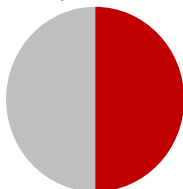
Med tanke på en försämrad konjunktur i Ryssland har vi dragit ned poängen på tillväxtpotentialen. Förseningar i grussektorn samt ett lägre timmeruttag i RusForest ger sänkt lönsamhetspoäng.

Ledning 7,0p



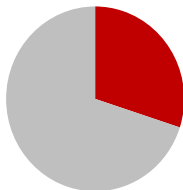
Kommentar: Varyag har en kort historik. Bolagets ledning och det ryska managementteamet har gedigen kunskap och lång erfarenhet. Ledande personer äger betydande andel aktier men genomlysningen av portföljbolagen är bristfällig, vilket är ett minus.

Tillväxtpotential 5,0p



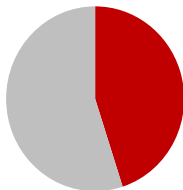
Kommentar: Portföljbolagen verkar på intressanta tillväxtmarknader och ger exponering mot den stora infrastruktursatsningen i Ryssland som pågår till år 2025. Avmattningen i den ryska ekonomin påverkar troligen tillväxten i marknaderna negativt även under 2009.

Lönsamhet 3,0p



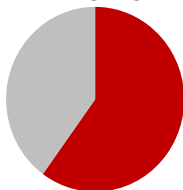
Kommentar: Portföljbolagen är i dagsläget inte lönsamma. Bruttomarginalen i skogsbolagen påverkas dock positivt av valutaeffekter och enligt prognoserna spås EBITDA-marginalen bli mycket god i Russian Gravel Company när bolaget går i produktion.

Trygg placering 4,5p



Kommentar: Exponeringen mot bygg- och anläggningsbranschen ger hög konjunkturkänslighet och förseningar i grussektorn är ett orosmoment. Kassan ger dock utrymme för viss avmattning även under 2009 och ägarbildningen med Vostok Nafta som huvudägare är stabil.

Investeringsläge 6,0p



Kommentar: Varyag-aktien har backat rejält och men vi ser ett antal triggers på kort sikt. Värderingen är också mycket intressant för investerare som är beredda att ta en hög risk.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget producerar och säljer aktieanalys samt har tillstånd att mottaga och vidarebefordra finansiella instrument, att lämna investeringsrådgivning avseende finansiella instrument samt att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument, enligt 2 kap. 1-2 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Redeye har ingen egen corporate finance avdelning och bedriver ej handel för egen räkning. Vi kan dock samarbeta med externa corporate finance aktörer, fondbolag och fondkommissionärer.

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. 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.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar därefter.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Analysgaranti (AG) och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Redeye är dessutom officiell Research Provider, ett koncept framtaget av NasdaqOMX, vilket betyder att Redeye tillhandahåller aktie- och bolags analys på bolag noterade på NasdaqOMX börslistor. Dessa typer av analyskoncept 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 dessa rapporter bör anta att Redeye kan ha erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Ett case uppdateras dock med hög frekvens och minst vid varje kvartalsrapport och större händelse (<4 ggr/år). Bolagen som följs via AG-konceptet, uppdateras minst 2 gånger per år.

Rekommendationsstruktur

Redeyes rekommendationer för fundamental analys är: Köp (Buy), Avvakta (No Case), Sälj (Sell). Rekommendationer baserade på fundamental analys har en placeringshorisont på 6 månader, om inte annat kommuniceras. Den tekniska analysen har en avsevärt kortare horisont. I analyserna presenteras även en bedömning av den bolagsspecifika risken i aktien. De olika risknivåerna är; Låg, Medel, Hög och Spekulativ. Risknivån är en sammanvägd och subjektiv bedömning av; branschen, bolagets finansiella situation, förväntat nyhetsflöde och andra företagspecifika faktorer.

För analyser enligt AG-konceptet utfärdas ej några investeringsrekommendationer. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syften är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare samt långsiktigt stödja likviditeten i aktien.

Rekommendationsspridning (2009-03-03)

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	17	19%	37%
Avvakta	19	22%	41%
Sälj	10	11%	22%
AG/Analysgaranti	42	48%	0%
Totalt	88	100%	100%

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.