



Белон

Company
Report

ПОКУПАТЬ

Целевая цена: US\$ 1.41

Потенциал роста: 82%

Stock data

Ticker	BLNG	M.Cap, \$ mn	898
Shares Ords,000	1,150,000	Free Float, %	17.4
Shares Pref		Free Float, \$ mn	156
Bid Ords, \$	0.75	Offer Ords, \$	0.79

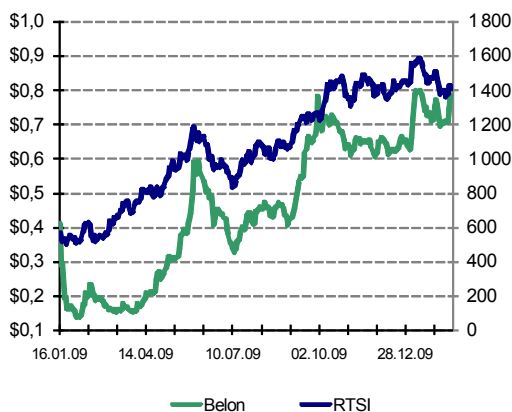
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-1.9%	81.0%
Relative to RTSI	Ords	8.0%	37.8%
Price range, \$			
High	Ords	0.69	0.40
Low	Ords	0.80	0.80

Financials, 2009E

Revenue, \$ mn	504	EV/S	2.4
EBITDA, \$ mn	110	P/E	99.4
Net income, \$ mn	9	EV/EBITDA	10.8

Динамика акций Белона относительно индекса РТС



- Мы начинаем анализ акций одной из крупных российских угольных компаний – группы «Белон». Основной бизнес группы связан с добычей и переработкой коксующегося и энергетического угля, а также с металлотрейдингом.

- Позитивное восприятие угольного бизнеса рынком обусловлено прогнозами продолжения роста производства стали в Китае и других азиатских странах, что должно поддержать спрос на коксующийся уголь. Оживление внутреннего спроса металлургов и энергетиков на уголь связывается с прогнозами восстановления российской экономики.

- Одно из преимуществ Белона – диверсифицированная структура выручки. Так, спрос на коксующийся уголь и металлопрокат более чувствителен к циклическим колебаниям в экономике, чем спрос на энергетический уголь. К тому же большая часть энергетического угля компании поставляется на экспорт по более высоким ценам.

- Основные драйверы роста стоимости компании – амбициозные планы по увеличению добычи угля (на 37% в 2010 г. и на 65% - в 2013 г.), подкрепленные вертикальной интеграцией с одним из основных потребителей коксующегося угля – ММК. С октября 2009 г. ММК контролирует более 80% акций Белона и заинтересован инвестировать в увеличение добычи угля с тем, чтобы существенно повысить свою обеспеченность собственным сырьем. Так, планы ММК и Белона по увеличению добычи коксующегося угля к 2013 г. почти в 2 раза полностью совпадают. Планируемое увеличение собственной добычи Белона и отказ от переработки угля сторонних производителей должно повысить рентабельность бизнеса.

- Позитивные последствия перехода Белона под контроль ММК уже проявились в начале года – Белон смог досрочно рефинансировать кредит в ВТБ на более выгодных условиях за счет средств, привлеченных ММК от размещения биржевых облигаций. Кроме того, поддержка ММК – значимый фактор снижения кредитного риска Белона.

- Тем не менее, супермажоритарный контроль со стороны ММК сопряжен и с определенными рисками для стоимости акций Белона. Один из них состоит в возможности давления основного акционера на закупочные цены по поставкам угля Белона на ММК. Другие риски состоят в возможном снижении информационной прозрачности Белона для миноритариев, а также в юридических возможностях супермажоритарного акционера проводить реорганизацию дочерней компании без учета мнения миноритариев. Хотя мы считаем вероятность реализации этих рисков невысокой, мы учитываем их в виде 15%-ного дисконта к справедливой стоимости компании.

- Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по прогнозному показателю EV/Ebitda -10E (5.3 - наша оценка, 5.9- консенсус) Белон является одной из наиболее дешевых угольных компаний как в России, так и в мире. Дисконт к Распадской составляет минимум 11%, к среднему значению EV/Ebitda -10E для развитых рынков (10.4) – 43%, к среднему значению показателя для развивающихся рынков (9.0) – 34%.

- По нашим расчетам, **справедливая стоимость акций Белона составляет \$1.41/акцию, что предполагает 82%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене. Рекомендация «Покупать».**

Источник: РТС, ММВБ

Tel.: +7 495 967 1300
Fax: +7 495 967 1311
research@sovlink.ru

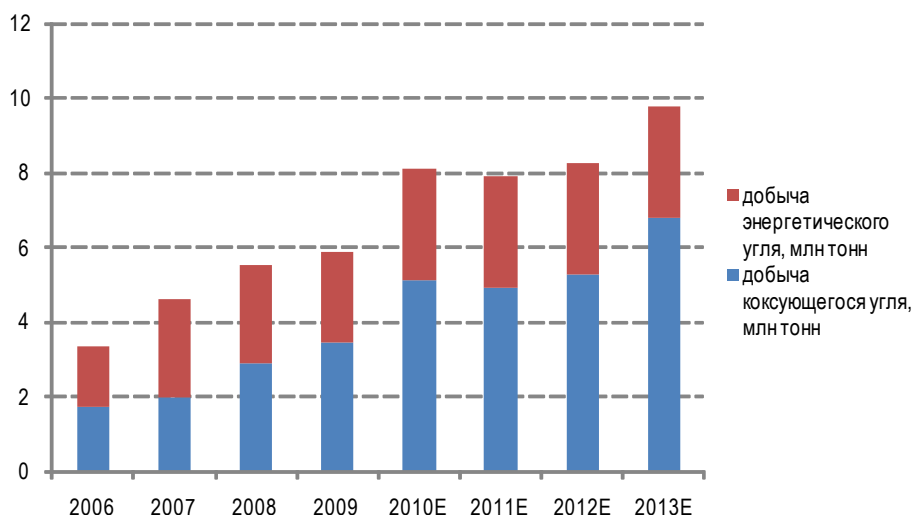
Белон

Описание компании

Белон – группа компаний, специализирующаяся на добыче и переработке коксующегося и энергетического угля, а также металлотрейдинге. Входит в топ-10 крупнейших российских угольных компаний. Кроме того, компания занимается производством стройматериалов (кирпич, щебень).

Основная часть производственных активов Белона расположена в Кемеровской области. При этом вследствие дефицита собственных добывающих мощностей для загрузки обогатительных фабрик компании приходится привлекать уголь других добывающих предприятий. Однако доля собственного угля в переработке постоянно растет. Одной из главных своих задач Белон считает обеспечение баланса добывающих и перерабатывающих мощностей за счет строительства новых и модернизации действующих добывающих предприятий. В перспективе группа планирует отказаться от переработки угля сторонних производителей, что должно привести к повышению качества выпускаемого угольного концентрата и к увеличению рентабельности.

Рис. 1 Добыча угля, млн тонн



Источник – данные компании, оценки ИК Совлинк

В 2009 г. рост добычи угля составил 7%, при этом добыча коксующегося угля увеличилась на 19.3%.

Производственная программа Белона на 2010 г. предполагает увеличение добычи угля с 5.91 до 8.1 млн тонн (+37%), при этом наиболее амбициозны планы по добыче коксующегося угля – до 5.1 млн тонн (+48%).

Инвестиционная программа группы предполагает рост добычи угля до 9,79 млн. т. в год к 2013 г., в том числе 6,79 млн. т. – коксующийся уголь. Ранее группа публиковала еще более агрессивные стратегические цели – увеличение объема угля к 2012 г. до 11 млн тонн.

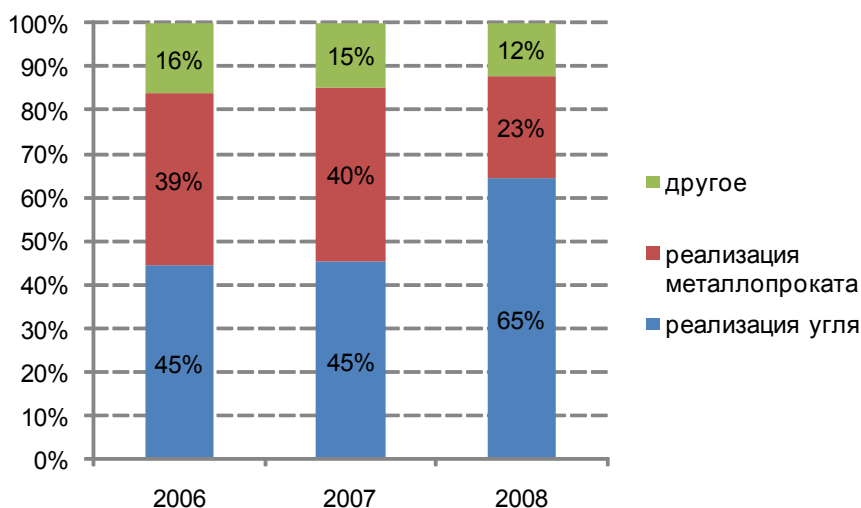
Ключевые инвестиционные проекты компании:

- 1) развитие шахты «Костромовская». В 2008 году шахта начала добывать коксующийся уголь, производственная мощность – 2 млн тонн в год.
- 2) развитие шахты «Чертинская-Коксовая» (коксующийся уголь) с выходом на мощность 2 млн. тонн в 2011 году (2008 г. – 1.2 млн тонн).
- 3) развитие шахты «Листвяжная» (энергетический уголь) с увеличением добычи до 3,5 млн. тонн в 2011 году (2008 г. – 2.5 млн тонн).

4) развитие фабрики «Листвяжная» по обогащению энергетических углей с перспективой увеличения мощностей переработки сверх проектных (более 6 млн. т.).

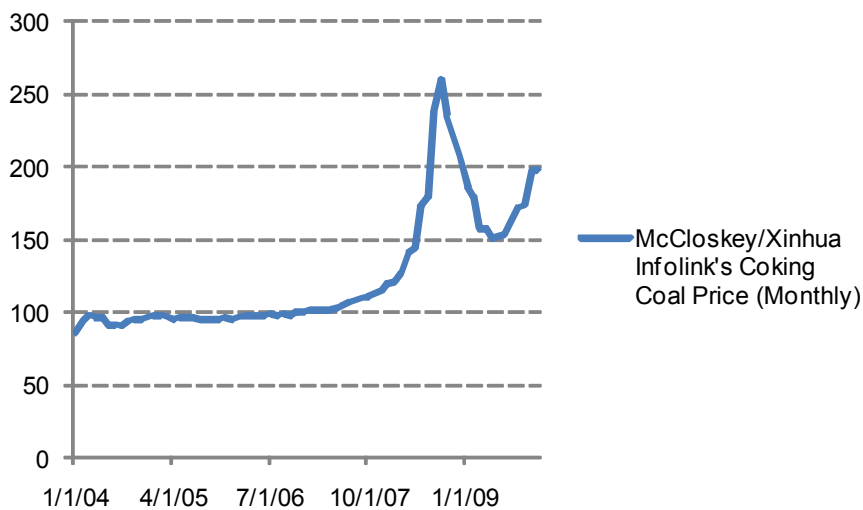
Прогнозы Белона согласуются с планами ключевого акционера и стратегического партнера компании – ММК, которому с октября 2009 г. принадлежит 82.6% в капитале компании. Так, ММК осенью 2009 г. заявлял о планах увеличения добычи Белоном коксующегося угля в 2010 г. на 44% с предполагавшегося уровня 2009 г. в 3.9 млн тонн (т.е. до 5.6 млн тонн), а в 2013 г. – до 6.8 млн тонн. ММК, как один из основных потребителей коксующегося угля Белона, заинтересован инвестировать в увеличение его добычи с тем, чтобы существенно повысить свою обеспеченность собственным сырьем, которая до сих пор была одной из самых низких среди крупнейших российских стальных холдингов. Поэтому, на наш взгляд, партнерство с ММК существенно повышает вероятность реализации стратегии Белона по почти двукратному наращиванию добычи коксующегося угля за 4 года. Однако многое будет зависеть от конъюнктуры рынка – в случае слабого спроса на сталь, трудно прогнозировать, как изменятся параметры инвестпрограммы.

Рис. 2 Структура выручки компании



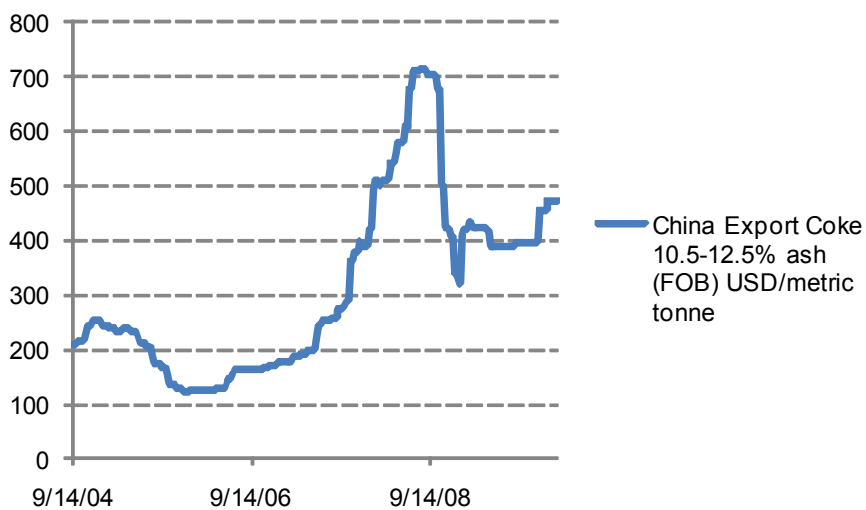
Источник – данные компании, расчеты ИК Совлинк

Рис. 3. Цены на коксующийся уголь в Китае, \$/т



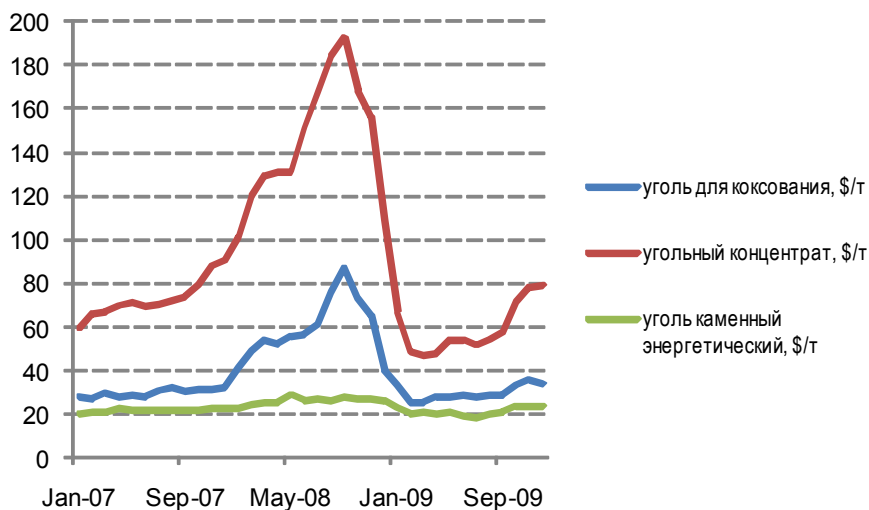
Источник – Bloomberg

Рис. 4 Экспортные цены на кокс в Китае, \$/т



Источник – Bloomberg

Рис. 5 Средние внутренние цены производителей на уголь в России, \$/т



Источник – Росстат, расчеты ИК Совлинк

Основные потребители

Основные потребители концентрата коксующегося угля - Новолипецкий металлургический комбинат, Магнитогорский металлургический комбинат, ОАО «Алтай-Кокс». Кроме того, Белон экспортирует угольный концентрат в страны Юго-Восточной Азии. Пока доля экспорта коксующегося угля незначительна, но планируется ее увеличение.

Между тем, добываемый на шахте «Листвяжная» энергетический уголь после переработки более чем на 85% отгружается на экспорт по долгосрочным и краткосрочным контрактам.

Акционерный капитал

Группа Белон контролируется компанией Onarbay Enterprises Ltd (82.6% акций). С марта 2008 г. по октябрь 2009 г. доли в Onarbay поровну распределялись между ММК и менеджментом Белона.

В октябре 2009 г. ММК закрыл сделку по увеличению своей доли в Onarbay Enterprises с 50% до 100%. Таким образом, ММК сейчас принадлежит 82.6% в капитале Белона. Остальные 17.4% акций относятся к free float.

Первые последствия перехода Белона под контроль ММК:

- декабрь 2009: ОАО "Белон" и ЗАО "ОФ "Листвяжная" (входит в группу "Белон") в конце года досрочно погасили кредиты ВТБ на 6,9 млрд рублей за счет средств ММК, привлеченных в ходе размещения биржевых облигаций.

Учитывая, что условия кредита ВТБ, по данным СМИ, предполагали плавающую процентную ставку не выше 20% годовых, можно ожидать, что рефинансирование этого долга у стратегического инвестора позволит Белону удешевить его обслуживание.

– январь 2010 г. - общее собрание акционеров Белона избрало нового генерального директора и обновило совет директоров.



Таким образом, переход Белона под контроль ММК решает проблему избыточной долговой нагрузки и существенно повышает возможности реализации масштабной инвестпрограммы угольной группы. Риск состоит в возможном давлении контролирующего акционера и одновременно одного из основных потребителей коксующегося угля Белона на закупочные цены.

В этой связи существенно заявление ММК об отсутствии намерения продавать энергетические активы Белона и заинтересованности в их развитии. Это важно, поскольку энергетический сегмент в 2008 г. обеспечил почти четверть всей выручки компании от реализации угля. Спрос на энергетический уголь в целом более стабилен, чем на коксующийся, основным потребителем которого является проциклическая металлургическая отрасль. Кроме того, основную часть энергетического угля Белон экспортирует, что позволяет продавать его по более высоким мировым ценам.

Финансы

\$МЛН

	2008	2009E	2010E
Выручка	999	504	823
ЕБИТДА	247	110	225
ЕБИТДА margin	25%	22%	27%
Чистая прибыль	95	9	107
Net margin	10%	2%	13%
Чистый долг	503	297	
Чистый долг / ЕБИТДА	2.0	2.7	

Источник: данные компании, прогнозы ИК Совлинк

За 9М09 выручка компании упала на 54% к показателю 9М08, что объясняется как снижением объемов реализации продукции, так и цен. Снижение средних цен "Белона" на коксующийся уголь на внутреннем рынке в 1П09 по сравнению с 1П08 составило 47%. Компания работала в убыток (чистый убыток – 1.09 млрд руб., убыток от продаж – 235 млн руб).

В то же время по итогам 2009 г. мы ожидаем положительное значение операционной прибыли и небольшую чистую прибыль вследствие заметного повышения цен на уголь и металлопрокат в 4Q09. Так, в конце сентября было объявлено, что группа "Белон" подписала контракты с потребителями на ближайшие 4 месяца по ценам на коксующийся уголь на уровне 3-3,1 тыс. рублей за тонну (FCA Кузбасс), что в среднем превышает уровень цен первого полугодия на 62%.

А в 2010 г. предполагается существенное улучшение финансовых показателей за счет увеличения объемов производства и существенно более высоких среднегодовых цен. Так, на февраль-март 2010 г. один из конкурентов Белона – Распадская – повысила отпускные цены на 22%. С апреля ожидается новый виток роста мировых цен в связи с ежегодным пересмотром контрактов на поставку угля, а внутренние цены традиционно следуют за мировыми.

Долговая нагрузка компании в течение 2009 г. представляла определенную проблему, но решалась достаточно успешно. Так, в апреле "Белон" рефинансировал почти все краткосрочные кредиты на общую сумму 9 млрд руб. В августе компания допустила технический дефолт по ofercie облигаций (позднее обязательства были реструктурированы). В том же месяце правительство предоставило Белону госгарантии на 3.7 млрд руб., что позволило ему привлечь 5-летнюю кредитную линию ВТБ на 6 млрд руб. В январе 2010 г. этот кредит был досрочно рефинансирован ММК на более выгодных условиях. Переход под контроль ММК существенно снижает кредитные риски Белона.



SWOT-анализ

Сильные стороны, возможности	Слабые стороны, риски
Ожидаемое продолжение роста производства стали в Китае и как следствие – рост спроса на коксующийся уголь. Дополнительную поддержку может оказать улучшение внутреннего спроса вследствие постепенного восстановления российской экономики	Дисбаланс добывающих и обрабатывающих мощностей не позволяет полностью раскрыть потенциал стоимости компании. Ввод в действие новых добывающих мощностей и модернизация действующих требуют значительных капиталовложений.
Планируемое существенное увеличение собственной добычи угля и отказ от переработки угля сторонних производителей должно повысить рентабельность компании	Риск снижения цен на коксующийся и энергетический уголь вследствие 1) ухудшения ситуации в мировой экономике, 2) избыточного предложения продукции, 3) дефляционного давления на сырьевые цены вследствие стратегии выхода США и Китая из чрезвычайных антикризисных мер.
Диверсифицированная структура выручки – спрос на коксующийся уголь и металлопрокат более чувствителен к циклическим колебаниям в экономике, чем спрос на энергетический уголь. Большая часть энергетического угля поставляется на экспорт по более высоким ценам.	Риск давления на закупочные цены коксующегося угля со стороны основного акционера – ММК.
Переход под контроль ММК улучшает возможности Белона по финансированию инвестпрограммы, гарантирует спрос на коксующийся уголь и снижает риски обслуживания долга.	Риск давления на миноритарных акционеров со стороны супермажоритарного (ММК), в том числе снижение информационной открытости компании, реорганизация.

Сравнительная оценка

Company	Country	Mcap \$ mln	P/E 09E	P/E 10E	EV/S 09E	EV/S 10E	P/BV 09E	P/BV 10E	EV/EBITDA 09E	EV/EBITDA 10E	EBITDA margin 09E, %
RASPADSKAYA	RUSSIA	4193	43,3	10,5	9,0	4,4	3,2	2,7	17,9	6,6	51%
KUZBASSRAZREZUGOL	RUSSIA	2745	21,1	44,8	2,4	1,6	-	-	9,5	8,3	27%
BELON (консенсус)	RUSSIA	895	86,4	7,3	2,4	1,5	2,0	1,4	13,3	5,9	22%
BELON (наш прогноз)	RUSSIA	895	99,4	8,4	2,4	1,4	2,0	1,4	10,8	5,3	22%
Average Russia			50,3	20,6	4,6	2,5	2,6	2,1	13,8	7,2	31%
PEABODY ENERGY CORP	UNITED STATES	12532	28,0	16,3	2,4	2,1	3,3	2,8	10,7	8,5	21%
MASSEY ENERGY CO	UNITED STATES	3764	36,1	16,8	1,6	1,5	3,3	2,5	9,6	6,6	18%
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	UNITED STATES	5701	98,3	16,0	2,4	1,6	2,0	2,0	9,6	6,6	21%
MACARTHUR COAL LTD	AUSTRALIA	2457	19,5	25,7	4,5	4,3	2,8	2,5	14,5	14,5	37%
CENTENNIAL COAL COMPANY LTD	AUSTRALIA	1327	24,9	23,4	2,2	2,0	2,5	2,1	8,9	8,6	25%
WHITEHAVEN COAL LTD	AUSTRALIA	2196	12,0	36,1	5,9	6,0	3,3	2,4	-26,4	17,6	26%
Average Developed Markets			36,5	22,4	3,2	2,9	2,9	2,4	10,7	10,4	25%
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	CHINA	85175	17,0	14,5	5,2	4,4	3,3	2,8	10,4	8,8	50%
CHINA COAL ENERGY CO - H	CHINA	21941	16,6	13,1	2,6	2,2	2,1	1,8	9,8	7,4	26%
YANZHOU COAL MINING CO-H	CHINA	12950	16,4	11,4	4,0	2,9	2,4	2,0	11,4	7,6	35%
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	CHINA	12100	30,6	20,7	7,0	4,7	7,4	5,9	18,3	11,9	39%



Company	Country	Mcap \$ mln	P/E 09E	P/E 10E	EV/S 09E	EV/S 10E	P/BV 09E	P/BV 10E	EV/ EBITDA 09E	EV/ EBITDA 10E	EBITDA margin 09E, %
HENAN SHEN HUO COAL-A	CHINA	3257	33,6	16,9	3,2	2,3	5,7	4,1	15,0	10,7	23%
EXXARO RESOURCES LTD	SOUTH AFRICA	5112	16,5	12,5	3,1	2,6	2,8	2,4	15,0	10,4	20%
BUMI RESOURCES TBK PT	INDONESIA	4781	11,2	12,3	2,4	2,1	2,5	2,2	6,8	6,1	35%
Average Emerging Markets			20,3	14,5	3,9	3,0	3,7	3,0	12,4	9,0	33%
Average International (EM 60%, DM 40%)			26,8	17,6	3,6	3,0	3,4	2,8	9,2	9,5	29%

Источник – Bloomberg, оценки ИК Совлинк

Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по прогнозному показателю EV/Ebitda -10E (5.3- наша оценка, 5.9-консенсус) Белон является одной из наиболее дешевых угольных компаний как в России, так и в мире. Дисконт к Распадской составляет минимум 11%, к среднему значению EV/Ebitda -10E для развитых рынков (10.4) – 43%, к среднему значению показателя для развивающихся рынков (9.0) – 34%.

Исходя из прогнозных значений рыночных мультипликаторов Белона на 2010 г., получим следующие значения расчетной капитализации:

	P/E	EV/S	P/BV	EV/EBITDA
Расчетная рыночная капитализация компании, \$ млн	1 888	2 156	1 716	1 855
Вес показателя	0.3	0.2	0.1	0.4

Взвешивая полученные значения с указанными весами, получим итоговую расчетную справедливую стоимость компании \$1911 млн.

Специфические риски компании, связанные с супермажоритарным контролем со стороны ММК, которые теоретически могут проявиться в виде давления на закупочные цены коксующегося угля и/или ухудшения условий для миноритарных акционеров, мы учитываем в форме 15%-ного дисконта к рассчитанной сравнительным методом расчетной капитализации Белона. В то же время, на наш взгляд, вероятность реализации этих рисков не столь высока.

Расчетная рыночная капитализация, \$ млн	1 911
Дисконт	15%
Справедливая стоимость компании с учетом дисконта, \$ млн	1 625
Количество акций, млн	1 150
Целевая цена, \$/акцию	1.41
Рыночная цена на 19.02.10, \$/акцию	0.78
Upside	82%

Таким образом, по нашим расчетам, справедливая стоимость акций Белона составляет \$1.41/акцию, что предполагает 82%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене. Рекомендация «Покупать».

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300
Факс: + 7 495 967 1311

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия**
www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2010г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.