

Угольные компании

Потенциал еще есть

- Текущая конъюнктура на рынке коксующегося угля благоприятствует производителям. За последний год цены на коксующийся уголь как на российском, так и на мировом рынке выросли примерно в 3 раза, и пока не демонстрируют никаких признаков ослабления.
- Мы ожидаем, что в цены на уголь останутся на текущих исторически высоких уровнях как минимум в течение одного-двух лет. В дальнейшем возможно снижение стоимости угля, однако, на уровень 2006-2007 гг. цены, скорее всего, не вернутся уже никогда. Наш прогноз подкрепляется тем, что металлургическим компаниям в последние месяцы удалось успешно переложить более высокие цены на сырье на своих потребителей, а также высокой инфляцией издержек в мировой горно-добывающей отрасли.
- Российские компании отрасли имеют все возможности в полной мере воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой – и **Распадская** и **Белон** близки к завершению реализации проектов по созданию новых добывающих и обогатительных мощностей, которые позволят этим компаниям существенно увеличить свои производственные показатели уже в самое ближайшее время.
- Базируясь на более новых, более оптимистичных, предпосылках относительно стоимости коксующегося и энергетического угля, а также, принимая во внимание последние операционные результаты компаний, мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости двух наиболее ликвидных публичных компаний сектора, представленных на российском рынке, – **Распадской** и **Белона**.
- Мы рекомендуем к покупке бумаги **Распадской** с целевой стоимостью в \$ 12.75 за акцию, что подразумевает потенциал роста почти в 50 % к текущим рыночным котировкам. **Относительно перспектив бумаг Белона мы придерживаемся более осторожного мнения** – за последний год акции компании выросли в цене примерно в 5 раз (против трехкратного роста у **Распадской**) и в текущий момент, по нашим оценкам, торгуются **близки своих справедливых значений**.
- Отметим также **Белон** торгуется со значительной премией в расчете на тонну добычи коксующегося угля к **Распадской** даже с учетом более благоприятных перспектив по увеличению производственных показателей, что мы считаем едва ли оправданным

Акции

Угольная промышленность

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	RASP
Цена акции \$	8.5
Капитализация млн. \$	5 933
EV млн. \$	6 198
Целевая цена \$	12.75
Потенциал %	50%
Рекомендация	Покупать

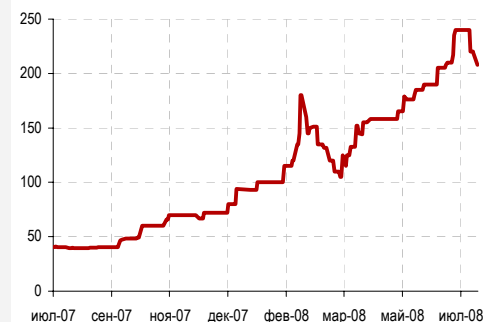
Динамика акций



Основные данные

Код РТС	BLNG
Цена акции \$	208
Капитализация млн. \$	2 392
EV млн. \$	2 855
Целевая цена \$	214
Потенциал %	3%
Рекомендация	Держать

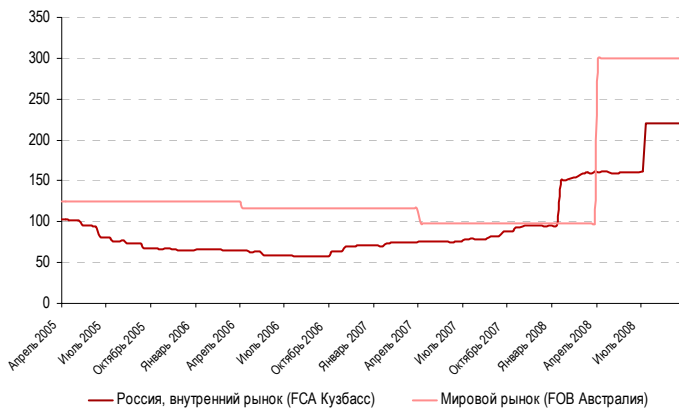
Динамика акций



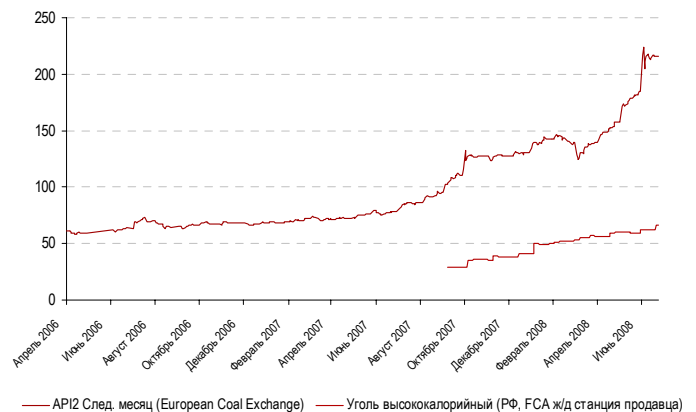
Мировой рынок угля

Ситуацию на мировом рынке как коксующегося, так и энергетического угля, сложившуюся в последний год можно смело назвать беспрецедентной. Под воздействием различных связанных и несвязанных между собой факторов, цены на эти продукты выросли в несколько раз, что стало неожиданностью, как самих участников рынка, так и для отраслевых экспертов. Основными причинами столь яркой динамики для коксующегося угля стали более высокие по сравнению с ожиданиями темпы роста спроса со стороны сталепроизводителей (в первую очередь из стран BRIC) на фоне производственных проблем в ряде регионов (в частности, в Австралии, где из-за природных катаклизмов в начале 2008 года было потеряно 10-15 млн. тонн добычи). Энергетическому углю столь впечатляющую динамику цен обеспечило увеличение спроса со стороны Китая (впервые ставшего нетто-импортером угля), а также существенный рост стоимости других энергоносителей.

Коксующийся уголь, \$/т



Энергетический уголь, \$/т



Источники: Bloomberg, Металл-курьер, оценки Банка Москвы

Высокие цены не разрушили спрос

Стоит отметить, что вопреки многим прогнозам, столь резкое изменение стоимости коксующегося угля, равно как и двукратный рост цен на железную руду не привели к разрушению спроса на эти виды продукции со стороны металлургов, которым более чем успешно в достаточно короткие сроки удалось переложить увеличение своих издержек на потребителей.

	Цена	изм. за год, \$/т	\$/т чугуна
Коксующийся уголь (спот, FOB Австралия)	350	252	151
Железная руда (спот, CFR Китай)	187	83	133
Итого			284
Чугун (экспорт СНГ)	960	610	610

Источник: Bloomberg, оценки Банка Москвы

По нашим оценкам, за последний год рост стоимости коксующегося угля и железной руды на мировом рынке привел к увеличению издержек неинтегрированных производителей стали примерно на \$ 300 на тонну чугуна, в то время как рост стоимости самого чугуна на мировом рынке за тот же период составило около \$ 600 за тонну. Безусловно, помимо стоимости сырья существенно подорожали также электроэнергия (в некоторых регионах мира более чем вдвое), труд и перевозки, однако говорить о том, что металлургам удалось полностью переложить рост цен на сырьё на своих потребителей можно уже с большой степенью уверенности. Данный тезис подтверждается также тем фактом, что, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, в 2008 году ни одна из десяти крупнейших по объему выпуска стали мировых металлургических компаний (большинство из которых являются неинтегрированными) не снизит своих финансовых показателей по сравнению с прошлогодним уровнем.

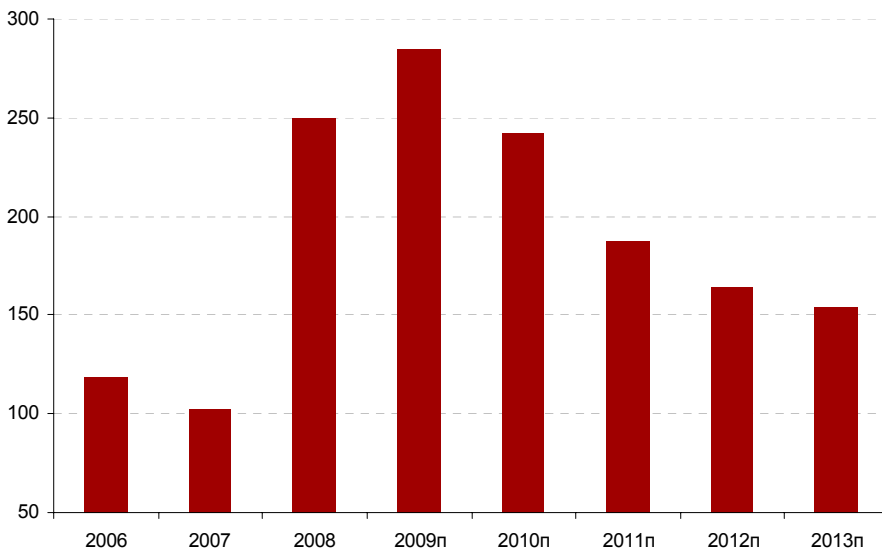
Рост финансовых показателей в 2008 году



Источник: Bloomberg, оценки Банка Москвы

Учитывая вышесказанное, мы достаточно оптимистично оцениваем перспективы мирового рынка коксующегося угля как минимум в течение ближайших года-двух лет. В дальнейшем, с реализацией крупнейшими производителями ряда проектов по расширению мощностей, а также на фоне возможного охлаждения на рынке стали и на товарных рынках в целом, уголь может довольно сильно потерять в своей стоимости. Тем не менее, на фоне роста операционных затрат на добычу угля по всему миру мы уже не ожидаем возвращения цен на уровне 2005-2007 гг: наш прогноз предусматривает снижение его цены к 2013 году, (являющемуся терминальным в нашей модели) до \$ 150 за тонну на базисе FOB Австралия, что в два раза ниже текущей контрактной цены и почти в 2.5 раза ниже текущих цен спотового рынка.

Среднегодовые контрактные цены на коксующийся уголь (FOB Австралия, \$/т)

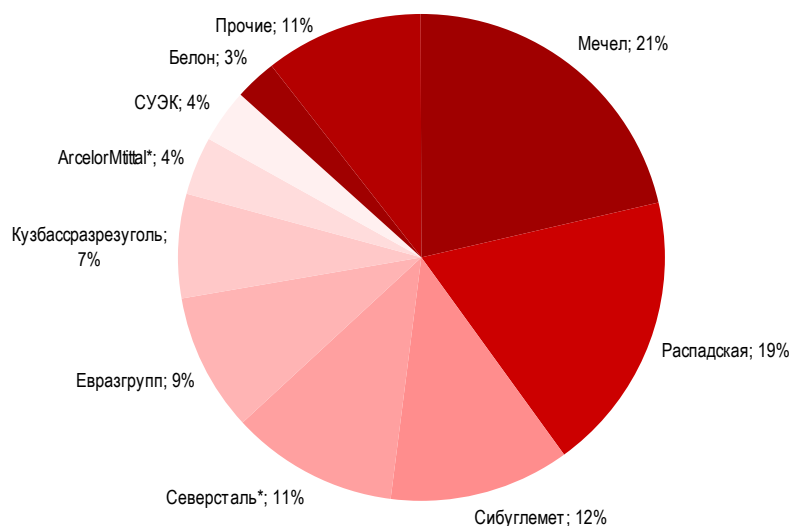


Источник: оценки Банка Москвы

Российские производители коксующегося угля

Российский рынок коксующегося угля, составляющий более 40 млн. тонн в год (в концентрате), можно назвать умеренно консолидированным – на долю трех крупнейших производителей приходится немногим более 50 % добычи угля. Добычей коксующегося угля в РФ занимаются девять крупных игроков, четыре из которых фактически являются подразделениями крупных сталелитейных компаний, а еще два (Распадская и Белон) имеют металлургов в качестве крупных акционеров.

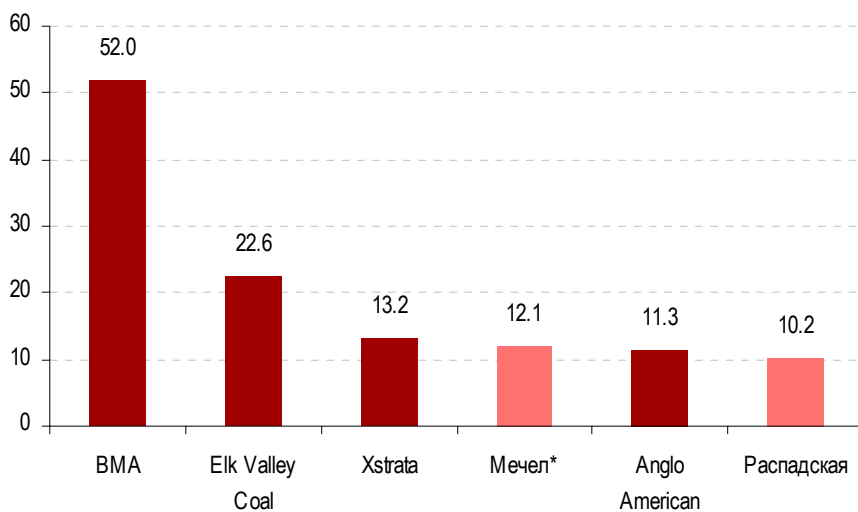
Производство коксующегося угля в РФ



Источники: ЦДУ ТЭК, данные компаний, оценки Банка Москвы

Две крупнейшие угольные компании РФ – Мечел и Распадская входят также в шестерку крупнейших производителей коксующегося угля в мировом масштабе, однако их влияние на глобальный рынок пока нельзя назвать значительным: на российские компании приходится лишь около 1-2 % продаж на морском рынке коксующегося угля, фактически формирующем мировые цены.

Крупнейшие производители концентрата коксующегося угля в мире, 2007 (млн т)



- оценочный выпуск концентрата коксующегося угля, с учетом консолидации Якутугля с начала года (без учета толлинга)

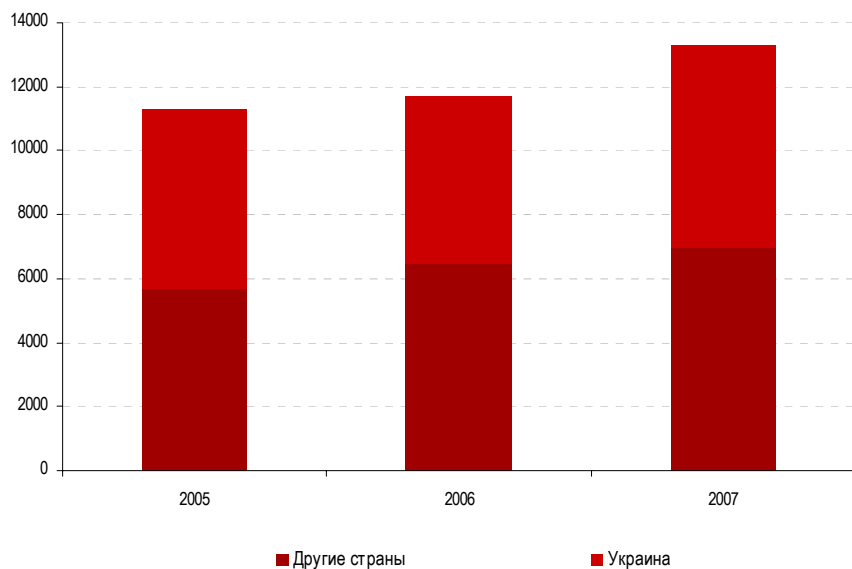
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

При этом основными направлениями экспорта концентрата коксующегося угля из РФ, в 2007 году составившего около 13 млн. тонн или чуть менее четверти его производства, являются Украина (немногом менее половины поставок), страны Восточной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. До начала 2008 года экспортные цены были, как правило, несколько ниже цен внутреннего рынка на сопоставимом базисе, что предопределяло направление на экспорт продукции российскими компаниями по остаточному принципу.

Однако в последнее время ситуация изменилась. После затопления ряда рудников в Австралии в начале 2008 года и последовавшего за ним роста спотовых цен до уровня выше \$ 300 за тонну, уровень цен на коксующийся уголь на мировом рынке превышает уровень внутренних цен даже с учетом транспортных расходов. Очевидно, что стремление угольных компаний, не связанных долгосрочными отношениями с конкретными российскими металлургами, перенаправить продукцию на более выгодный для себя экспортный рынок должно привести к росту цен внутри РФ до уровня как минимум близкого к экспортному

паритету, однако препятствием для этого может стать повышенное внимание к ситуации на рынке угля со стороны государственных органов.

Экспорт коксующегося угля из РФ, тыс. т



Источники: Металл-Курьер, оценки Банка Москвы

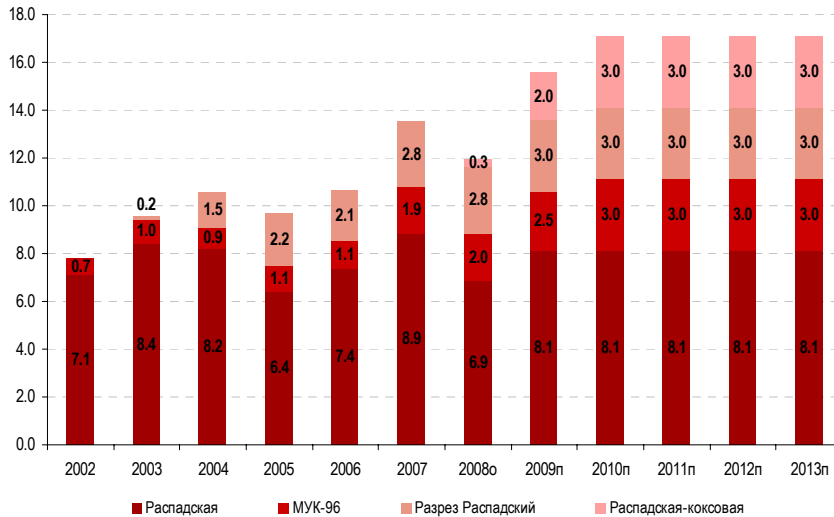
Отметим также, что с увеличением своей стоимости уголь становится все более глобальным товаром. Доля транспортных издержек в общей стоимости продукта уже не столь высока и российские компании теоретически могут экономически обоснованно поставлять свою продукцию в любую точку мира. Данный факт приводит к смене принципов ценообразования на внутреннем рынке с принципа «согласно спросу» на принцип «экспортного net back'a».

Распадская

Актив редкого качества

На сегодняшний день Распадская является вторым в РФ и пятым в мире производителем коксующегося угля по объему выпуска. В отличие от большинства конкурентов, компания сконцентрирована именно на производстве коксующегося угля и концентрата, не занимаясь выпуском каких-либо иных продуктов. Компания обладает неплохими возможностями для увеличения добычи, что в ближайшие годы должно позволить ей как минимум удержать свои позиции на внутрисредской и мировой арене.

Добыча коксующегося угля, млн. тонн



Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Тем не менее, несмотря на хорошие перспективы роста выпуска, динамика производственных показателей компании в 1-м полугодии 2008 года разочаровала инвесторов. Из-за задержки в поставках оборудования сторонними поставщиками компания увеличила сроки перемонтажа и ввода в эксплуатацию новых очистных забоев, потеряв за первое полугодие 2008 года около 1.5 млн. тонн добычи по сравнению с прошлогодним уровнем. Мы рассматриваем эти проблемы как временные: с вводом в строй нового оборудования мы ожидаем восстановления показателей добычи Распадской уже в ближайшее время, а запуск новой шахты – «Распадская-коксовая» мощностью около 3 млн. тонн в год должен позволить компании уже в 2009 году существенно превзойти прошлогодние показатели по добыче.

Отметим также, что Распадская пока обладает избыточными мощностями добыче рядового угля по сравнению с обогащающими мощностями – в 2007 году компания переработала на своих мощностях лишь 10.3 из добытых 13.6 млн. тонн угля. В связи с этим, при существенном сокращении добычи продажи концентрата пострадали не так сильно, снизившись за по итогам первого полугодия лишь на 0.25 млн. тонн или 6% г/г. Уже в этом году компания намерена ввести в эксплуатацию вторую очередь своей обогащающей фабрики с увеличением производственной мощности предприятия до 14-14.5 млн. тонн рядового угля в год, что позволит предприятию сопровождать рост добычи угля ростом производства угольного концентрата на собственных мощностях.

Отметим также, что несмотря на временные проблемы, компания обладает хорошими возможностями для увеличения выпуска, причем не в отдаленной перспективе, а уже в самом ближайшем будущем, что должно позволить Распадской в полной мере воспользоваться благоприятной конъюнктурой, сложившейся на рынке коксующегося угля в настоящий момент.

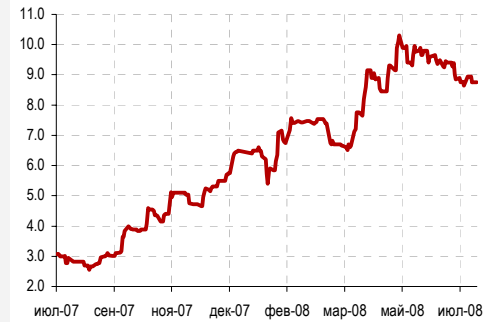
Стабильные потребители и впечатляющий рост цен

Распадская имеет достаточно диверсифицированную и высококачественную клиентскую базу – более половины общих продаж приходится на три крупнейшие металлургические компании – ММК, НЛМК и Евраз Групп. Причем, на долю наиболее крупного потребителя (ММК) в 2007 году приходилось лишь 21% продаж, а доля одного из ключевых акционеров компании – Евраз Групп была еще ниже (что снижает опасность конфликта интересов при операциях между сторонами).

Основные данные

Код РТС	RASP
Цена акции \$	8.5
Капитализация млн. \$	5 933
EV млн. \$	6 198
Целевая цена \$	12.75
Потенциал %	50%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



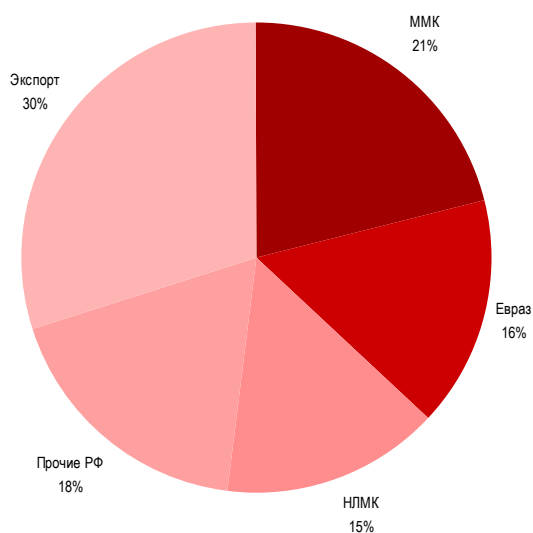
Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	784	1 736	2 522
ЕБИТДА	491	1 392	2 087
Прибыль	239	922	1 426
EV/ЕБИТДА	12.6	4.5	3.0
EV/S	7.9	3.6	2.5
P/E	24.8	6.4	4.2
Рентабельность			
По ЕБИТДА	62.6%	80.2%	82.8%
Чистая	30.5%	53.1%	56.5%

Акционеры

	Доля%
Corber Enterprises	80.0%
- ЕвразГрупп	40.0%
- Г. Козовой и А. Вагин	40.0%
Прочие	20.0%

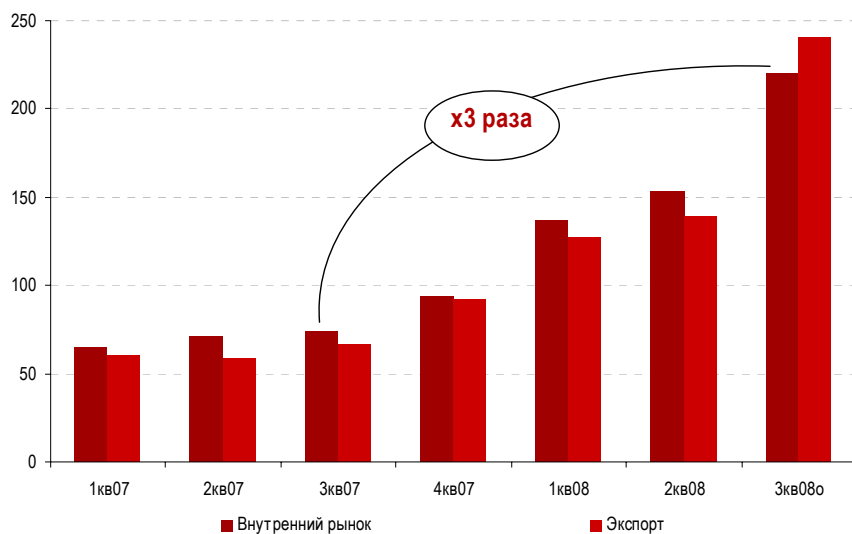
Структура продаж Распадской



Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

При этом долгосрочные отношения с потребителями не помешали компании добиться существенного увеличения своих контрактных цен в 2008 году вместе с ростом всего рынка. Так, контрактная цена компании на внутреннем рынке в 3-м квартале 2008 года должна увеличиться по сравнению с прошлогодним уровнем в 3 раза до \$ 220 за тонну на базисе FOB Междуреченск.

Средневзвешенные цены реализации Распадской, FCA Междуреченск (\$/т)

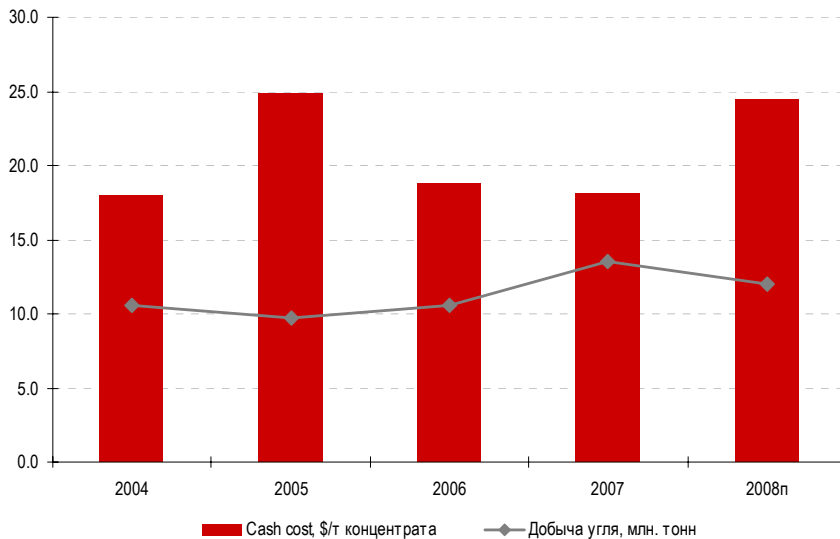


Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

По-прежнему исключительно низкие издержки

С производственными издержками (cash cost) на тонну концентрата коксующегося угля в 2007 году в размере \$ 18,8, Распадская входит в число наиболее эффективных предприятий отрасли в мире. При этом на фоне укрепления курса рубля и высокой инфляции как в российской, так и в мировой горнодобывающей отрасли Распадской удалось снизить свои производственные издержки на тонну концентрата с 2005 года более чем на четверть – выдающееся достижение, которое стало возможным, в первую очередь, за счет роста добычи рядового угля и увеличения выпуска концентрата на собственной обогатительной фабрике.

Динамика производственных издержек Распадской, \$/т



Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

В 2008 году на фоне сокращения добычи мы ожидаем увеличения удельных расходов предприятия как минимум на 30-35%, однако затем с увеличением производства темпы прироста издержек должны существенно замедлиться.

Низкий уровень затрат Распадской делает компанию первоклассным активом в своей отрасли — подобные компании, имея возможность покупать конкурентов как на пике, так и на дне товарного цикла, часто становятся центрами консолидации в своей отрасли, а если и выставляются на продажу, то обычно со значительной премией к отраслевым аналогам.

Риски

Основными рисками Распадской являются риск снижения цен на коксующийся уголь, а также возможность введения экспортных пошлин или квот на экспорт коксующегося угля из РФ.

Чувствительность оценки одной акции Распадской к величине экспортной пошлины на коксующийся уголь

Экспортные пошлины на коксующийся уголь				
0%	15%	30%	45%	60%
12.75	10.95	9.15	7.35	4.64

Источник: оценки Банка Москвы

Несмотря на то, что базовый вариант нашей модели не предусматривает введения каких либо рестриктивных мер против производителей коксующегося угля, мы отмечаем довольно существенное снижение стоимости компании в случае, если эти меры будут все же введены.

Выводы и рекомендации

Высокие цены на коксующийся уголь в среднесрочном периоде в совокупности с возможностью существенно увеличить производственные показатели позволят Распадскойкратно увеличить свой денежный поток. При этом, в отсутствии необходимости в значительных капитальных расходах после 2008 года, основная часть этого денежного потока, по-видимому, будет непосредственно направлена акционерам компании.

Мы увеличили свою оценку справедливой стоимости одной акции Распадской до \$ 12.75 за бумагу, что соответствует рекомендации «покупать».

Модель DCF**Прогноз денежного потока**

в млн. \$	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	472	784	1 736	2 522	2 310	2 003	1 920	1 790
Темп роста (%)		66%	121%	45%	-8%	-13%	-4%	-7%
ЕБИТДА	242	491	1 392	2 087	1 824	1 494	1 390	1 237
Рентабельность (%)	51%	63%	80%	83%	79%	75%	72%	69%
ЕБИТ	150	355	1 250	1 913	1 633	1 295	1 182	1 021
Рентабельность (%)	32%	45%	72%	76%	71%	65%	62%	57%
-Налоги на прибыль	34	89	300	459	392	311	284	245
НОРАТ	117	267	950	1 454	1 241	984	898	776
+ Амортизация	92	136	142	174	191	199	208	216
- Капвложения	-376	-166	-388	-199	-161	-164	-168	-172
(Увеличение)/Уменьшение WC	-5	38	-66	-64	15	23	6	10
Чистый денежный поток	-173	274	638	1 364	1 286	1 042	944	829

Основные предположения

Ставка дисконтирования (WACC)	13.1%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Бета*	1.5
D/E	0%
Бета с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка**	5.6%
Стоимость акционерного капитала (АК)	13.1%
Взвешенная стоимость АК	13.1%
Стоимость долга	9.0%
Стоимость долга без налогов	6.8%
D/E	0%
Взвешенная стоимость долга (Д)	0.0%
WACC	13.1%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	4 595
Конечная стоимость	8 455
Приведенная конечная стоимость	4 569
Стоимость денежных потоков	9 164
Текущий чистый долг (наличность)	265
Чистая стоимость компании	8 899
Количество акций (млн.)	698.0
Стоимость на акцию	12.75

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.1%	11.1%	12.1%	13.1%	14.1%	15.1%	16.1%
Конечный темп роста (%)	4.5%	20.30	17.58	15.56	14.00	12.77	11.76	10.92
	4.0%	19.12	16.74	14.95	13.54	12.40	11.47	10.69
	3.5%	18.12	16.02	14.41	13.12	12.08	11.21	10.47
	3.0%	17.25	15.39	13.93	12.75	11.78	10.97	10.27
	2.5%	16.50	14.83	13.50	12.41	11.51	10.74	10.09
	2.0%	15.85	14.33	13.11	12.10	11.26	10.54	9.92
	1.5%	15.27	13.88	12.76	11.82	11.03	10.35	9.76

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Доходность к погашению еврооблигаций Россия-30

Отчетность Распадской по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	472	784	1 736	2 522	2 310	2 003	1 920	1 790
Операционные расходы	230	293	344	434	486	509	530	553
Амортизация	92	136	142	174	191	199	208	216
Операционная прибыль	150	355	1 250	1 913	1 633	1 295	1 182	1 021
ЕБИТДА	242	491	1 392	2 087	1 824	1 494	1 390	1 237
Чистые процентные расходы	16	26	31	28	26	24	21	20
Прочие расходы (доходы)	- 0	- 0	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	134	329	1 218	1 885	1 607	1 271	1 161	1 001
Налоги на прибыль	34	89	292	452	386	305	279	240
Доля миноритариев	1	1	4	6	5	4	4	3
Чистая прибыль	100	239	922	1 426	1 216	962	878	758

Баланс

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	49	82	236	509	864	1 166	1 435	1 681
Дебиторская задолженность	34	67	136	198	181	157	151	141
Запасы	27	51	48	60	67	71	74	77
Прочие оборотные активы	29	37	57	80	77	71	70	67
Основные средства	1 354	1 479	1 725	1 750	1 720	1 685	1 646	1 602
Прочие внеоборотные активы	9	10	11	11	11	11	11	10
Итого активы	1 502	1 726	2 213	2 609	2 921	3 161	3 386	3 579
Кредиторская задолженность	22	37	37	47	53	55	57	60
Краткосрочный долг	323	39	36	33	31	29	26	24
Прочие краткосрочные обязательства	16	27	15	18	19	20	21	22
Долгосрочный долг	29	308	280	254	231	210	190	173
Прочие долгосрочные обязательства	282	552	314	369	396	416	439	458
Капитал и резервы	858	1 070	1 531	1 888	2 192	2 432	2 652	2 841
Итого пассивы	1 502	1 726	2 213	2 609	2 921	3 161	3 386	3 579

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	150	355	1 250	1 913	1 633	1 295	1 182	1 021
Налоги на прибыль	34	89	292	452	386	305	279	240
Амортизация	92	136	142	174	191	199	208	216
Изменение оборотного капитала	- 5	38	- 66	- 64	15	23	6	10
Денежные потоки от операций	203	440	1 033	1 571	1 453	1 212	1 117	1 006
Капиталовложения	- 376	- 166	- 388	- 199	- 161	- 164	- 168	- 172
Прочие доходы (инвестиции)	- 0	- 6	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 376	- 172	- 388	- 199	- 161	- 164	- 168	- 172
Свободные денежные потоки	- 173	268	646	1 371	1 293	1 048	949	834
Изменение долга	288	- 5	- 31	- 28	- 26	- 24	- 21	- 20
Дивиденды	46	95	461	1 069	912	721	659	568
Чистые денежные потоки	69	168	154	273	355	303	269	246

Белон

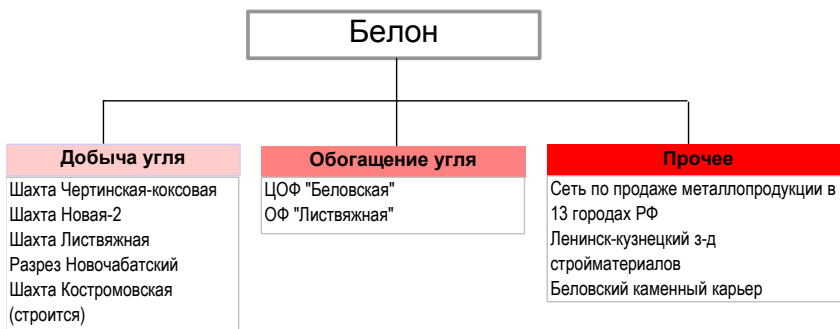
Уже дорого

Описание компании

В настоящий момент группа Белон является сравнительно небольшим производителем коксующегося и энергетического угля в РФ. В состав компании входят три действующие и одна строящаяся угольные шахты, разрез «Новочабатский» и две обогатительные фабрики. По объемам добычи коксующегося угля Белон находится в конце первой десятки среди российских производителей, а по добыче энергетического угля – занимает место во второй десятке.

Кроме того, в состав компании входит достаточно крупное подразделение металлотрейдинга, а также производитель кирпича – Ленинск-кузнецкий завод стройматериалов и предприятие по переработке щебня. Уже в 2007 году угольное направление бизнеса обеспечило более 85% EBITDA компании и в обозримом будущем его доля в общей стоимости Белона будет только возрастать.

Структура и ключевые показатели компании



млн. тонн	2005	2008	2011п
Добыча коксующегося угля	1.2	2.0	6.2
Добыча энергетического угля	2.0	2.7	6.0
Реализация металлопроката	0.3	0.3	0.4

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Стоит отметить, что в настоящий момент обогатительные мощности Белона значительно превышают возможности компании по добыче. Для загрузки ЦОФ «Беловская» в 2007 году Белон вынужден был закупить на стороне около 2.3 млн. тонн рядового коксующегося угля, а с выходом на проектную мощность обогатительной фабрики Листвяжная, компания начнет закупать и энергетический уголь.

Перспективы развития

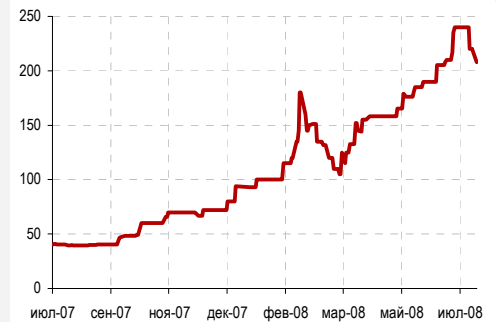
Основные перспективы развития Белона связаны с угольным сегментом, который уже в 2007 году обеспечивал более 85% EBITDA компании. Стратегической целью Белона является попадание в пятерку угольных компаний РФ с объемом добычи к 2012 году в 14-15 млн. тонн угля (коксующегося и энергетического). Для этой цели компания проводит достаточно масштабную модернизацию действующих и строительство новых добывающих мощностей. Причем новые добывающие предприятия Белона – разрез Новочабатский и шахта Костромская поступают в промышленную эксплуатацию уже в 2008 году.

Компания ожидает, что благодаря вводу в эксплуатацию этих мощностей, а также расширению действующих предприятий, новые возможности для которого могут открыться в будущем, добыча коксующегося угля Белоном к 2012 г. увеличится до 7.3 млн. тонн или почти в 3.7 раза по сравнению 2007 г. Мы пока предпочитаем придерживаться более консервативных взглядов, ожидая, тем не менее, роста выпуска до 3.5 млн. тонн в 2008 г. с последующим увеличением до 6.2 млн. тонн к 2012 г.

Основные данные

Код РТС	BLNG
Цена акции \$	208
Капитализация млн. \$	2 392
EV млн. \$	2 855
Целевая цена \$	214
Потенциал %	3%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



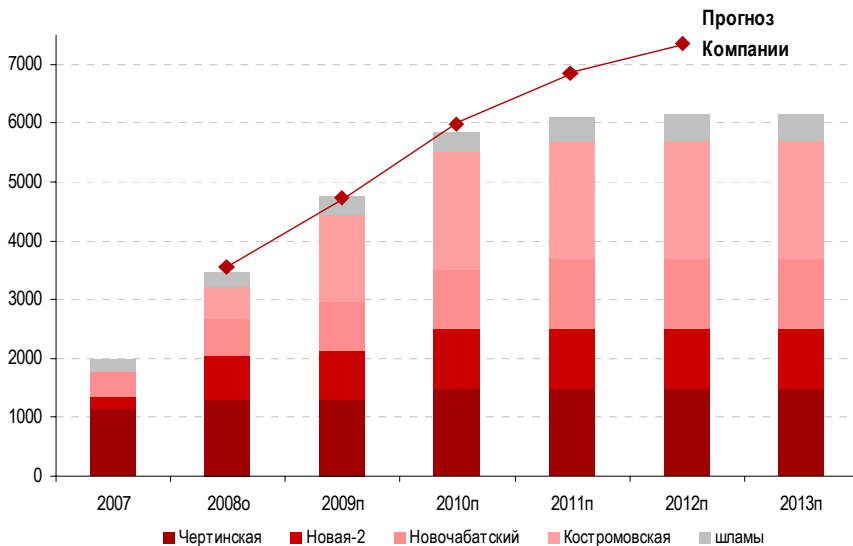
Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	531	1 323	1 529
ЕБИТДА	96	363	537
Прибыль	26	199	316
EV/ЕБИТДА	29.9	7.9	5.3
EV/S	5.4	2.2	1.9
P/E	92.7	12.0	7.6
Рентабельность			
По ЕБИТДА	18.0%	27.4%	35.1%
Чистая	4.9%	15.0%	20.7%

Акционеры

	Доля%
Onarbay Enterprises	82.6%
- ММК	41.3%
- Менеджмент Белона	41.3%
Прочие	17.4%

Добыча коксующегося угля Беломом, тыс. т



Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

В сегменте добычи энергетического угля основные перспективы связаны со строительством 2-ого добывающего блока на шахте «Листвяжная», которое позволит увеличить мощность предприятия к 2012 г. до 6 млн. тонн в год, полностью загрузив собственным сырьём введенную в эксплуатацию 2007 г. обогатительную фабрику.

При этом, отметим, что с расширением выпуска компания имеет неплохие шансы сократить свои производственные затраты на тонну продукции, находящиеся в настоящее время на довольно высоком уровне.

Капиталовложения

Основные проекты компании – строительство обогатительной фабрики «Листвяжная», разреза «Новочабатский» и шахты «Костромовская» приходятся на 2007-2008 год. В дальнейшем капиталовложения Белона должны существенно снизиться – единственным крупным проектом на горизонте представляется расширение добычи энергетического угля на шахте «Листвяжная». При этом, однако, ввод в эксплуатацию двух новых шахт и обогатительной фабрики, а также высокая инфляция в горнодобывающей отрасли, по нашим прогнозам, приведут также к достаточно существенному росту капитальных затрат компании, направленных на поддержание мощностей.

Тем не менее, уже во второй половине 2008 года компания имеет все шансы выйти на положительный денежный поток, существенно сократить размеры своего долга и увеличить дивиденды своим акционерам, доля которых в чистой прибыли Белона пока несколько ниже, чем у других российских публичных угольных компаний – Мечела и Распадской.

Потребители

В апреле 2008 крупным акционером Белона стал ММК, который приобрел 50% акций мажоритарного акционера компании – Onarbay Enterprises. Практически сразу ММК объявил, что рассматривает данную инвестицию как стратегическую, призванную повысить самообеспеченность комбината по угольному концентрату.

Несмотря на некоторый конфликт интересов, мы отмечаем также присутствие ряда положительных для Белона моментов, связанных с появлением нового крупного акционера, среди которых наиболее важным является гарантированный сбыт продукции и отсутствие необходимости искать новых покупателей на дополнительные объемы концентрата при расширении производства.

По нашим оценкам, в 2007 году поставки коксующегося концентрата на ММК составили около 20% общего объема продаж концентрата Беломом или 8% потребности ММК. Комбинат ожидает, что к 2012 году Белон будет обеспечивать 56% потребности компании в угольном концентрате, объем которой к тому времени составит 6.0 млн. тонн. Таким образом, отгрузки Белона на ММК в 2012 году могут составить 3.4 млн. тонн или 75% продаж концентрата Белона, ориентируясь на наш прогноз операционных показателей компании, что подразумевает сокращение объемов концентрата, поставляемого компанией на свободный рынок, за пять лет сократятся почти в 2 раза до 1.1 млн. тонн. При этом у нас нет оснований полагать, что ММК будет получать продукцию на условиях, существенно отличающихся от других потребителей, что могло

бы нанести вред прочим акционерам Белона.

В то же время, на наш взгляд, наиболее значительным риском, с точки зрения структуры акционерного капитала, является возможность увеличения доли ММК до контрольной посредством выкупа бумаг Onarbay Enterprises у менеджмента компании. В этом случае, ММК получит возможность консолидировать результаты Белона в своей отчетности, миноритарии компании фактически превратятся в акционеров второго уровня, а её стандарты раскрытия информации могут существенно пострадать. В случае Распадской такой риск представляется нам несколько ниже – Евраз является избыточной компанией по коксуемому углю и консолидация угольных активов не обеспечит ему снижения волатильности финансовых результатов.

Корпоративное управление

Белон провел IPO в России в середине 2006 года, продав инвесторам 13 % своих акций. По словам гендиректора компании Андрея Доброва, уже в первой половине 2009 года может состояться публичное размещение акций компании на зарубежной площадке (предположительно на LSE), в рамках которого инвесторам может быть предложено от 15% бумаг. Данное намерение было также зафиксировано и в соответствующем решении Совета директоров компании.

На наш взгляд, проведение SPO должно положительно сказаться на практике корпоративного управления и стандартах раскрытия информации Белона, которые пока несколько ниже, чем у более крупных публичных конкурентов компании. Дополнительными плюсами размещения для миноритариев Белона могут стать также привлечение внимания к компании со стороны зарубежных инвесторов и увеличение ликвидности её акций.

Риски

Как и другим компаниям отрасли, Белону присущи значительные риски, связанные ситуацией на рынке угля, а также с возможностью введения экспортных пошлин или квот на экспорт коксующегося угля из РФ. Отметим, что, несмотря на то, что компания поставляет основную часть своей продукции на внутренний рынок и имеет надежного потребителя своей продукции в лице ММК, ограничения на экспорт угля могут вызвать достаточно существенное увеличение предложения на внутреннем рынке, в результате чего цены на уголь могут пойти вниз, а бизнес Белона – существенно пострадать. При этом, учитывая сравнительно высокие производственные издержки компании, оценка компании демонстрирует очень высокую чувствительность к отпускным ценам. Так, по нашим расчетам, в случае введения запретительных экспортных пошлин на коксующийся уголь (в размере более 60%), справедливая стоимость Белона может снизиться более чем в 5 раз.

Чувствительность оценки одной акции Белона к величине экспортной пошлины на коксующийся уголь

Экспортные пошлины на коксующийся уголь				
0%	15%	30%	45%	60%
214	175	137	99	41

Источник: оценки Банка Москвы

Выводы и рекомендации

Высокие цены на коксующийся и энергетический уголь в совокупности с возможностями по существенному увеличению выпуска должны позволить Белону значительно улучшить свои финансовые показатели уже в ближайшее время. Вместе с тем, на наш взгляд, текущие котировки акций компании уже в полной мере отражают перспективы роста финансовых показателей компании. Мы рекомендуем «держаться» бумаги Белона с целевой стоимостью в \$ 214 за акцию.

Модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	384	531	1 323	1 529	1 398	1 327	1 348	1 325
Темп роста (%)		38%	149%	16%	-9%	-5%	2%	-2%
ЕБИТДА	42	96	363	537	556	542	544	518
Рентабельность (%)	11%	18%	27%	35%	40%	41%	40%	39%
ЕВИТ	10	50	311	478	493	476	476	449
Рентабельность (%)	3%	9%	23%	31%	35%	36%	35%	34%
-Налоги на прибыль	6	13	75	115	118	114	114	108
НОРАТ	4	38	236	363	375	361	362	341
+ Амортизация	32	45	52	58	63	66	68	68
- Капложения	-154	-231	-182	-149	-129	-102	-77	-62
(Увеличение)/Уменьшение WC	-40	21	-199	-37	30	15	-5	4
Чистый денежный поток	-159	-126	-93	236	339	340	348	352

Основные предположения

Ставка дисконтирования (WACC)	13.2%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Бета*	1.5
D/E	10%
Бета с учетом долга	1.65
Безрисковая ставка**	5.6%
Стоимость акционерного капитала (АК)	13.9%
Взвешенная стоимость АК	12.5%
Стоимость долга	10.0%
Стоимость долга без налогов	7.6%
D/E	10%
Взвешенная стоимость долга (Д)	0.8%
WACC	13.2%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 016
Конечная стоимость	3 547
Приведенная конечная стоимость	1 906
Стоимость денежных потоков	2 922
Текущий чистый долг (наличность)	463
Чистая стоимость компании	2 459
Количество акций (млн.)	11.5
Стоимость на акцию	214

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%	14.2%	15.2%	16.2%
4.5%	399	333	283	245	215	190	170
4.0%	370	312	268	234	206	183	164
3.5%	346	294	255	223	198	176	158
3.0%	324	279	243	214	190	170	154
2.5%	306	265	232	205	183	165	149
2.0%	289	252	222	198	177	160	145
1.5%	275	241	213	191	171	155	141

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Доходность к погашению еврооблигаций Россия-30

Отчетность Белона по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	384	531	1 323	1 529	1 398	1 327	1 348	1 325
Операционные расходы	343	435	961	992	842	785	804	808
Амортизация	32	45	52	58	63	66	68	68
Операционная прибыль	10	50	311	478	493	476	476	449
ЕБИТДА	42	96	363	537	556	542	544	518
Чистые процентные расходы	11	7	49	63	56	51	46	41
Прочие расходы (доходы)	- 54	5	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	52	38	262	416	437	425	431	408
Налоги на прибыль	6	13	63	100	105	102	103	98
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	46	26	199	316	332	323	327	310

Баланс

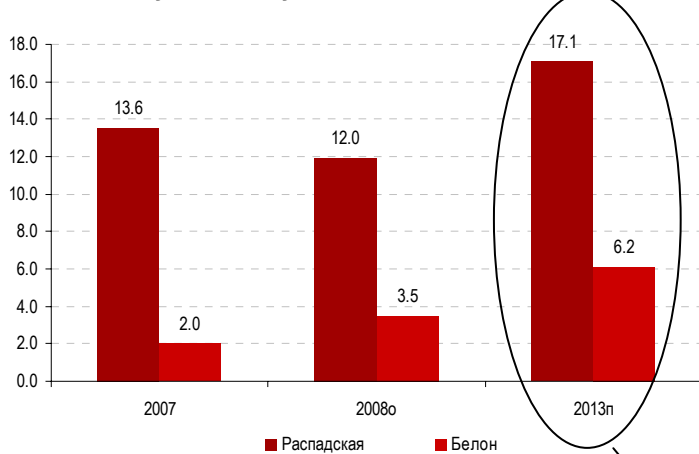
в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	14	32	14	45	175	315	465	632
Дебиторская задолженность	79	79	228	264	241	229	233	229
Запасы	63	122	213	220	187	174	178	179
Прочие оборотные активы	23	25	56	61	54	51	52	52
Основные средства	488	746	876	966	1 032	1 068	1 077	1 070
Прочие внеоборотные активы	8	12	14	16	17	17	17	17
Итого активы	675	1 016	1 401	1 571	1 705	1 854	2 022	2 178
Кредиторская задолженность	43	125	167	172	146	136	140	140
Краткосрочный долг	89	180	194	187	182	177	172	168
Прочие краткосрочные обязательства	11	18	72	118	151	183	214	241
Долгосрочный долг	195	314	434	377	326	281	239	202
Прочие долгосрочные обязательства	11	9	37	61	78	95	111	125
Капитал и резервы	326	369	498	656	822	983	1 147	1 302
Итого пассивы	675	1 016	1 401	1 571	1 705	1 854	2 022	2 178

Отчет о движении денежных средств

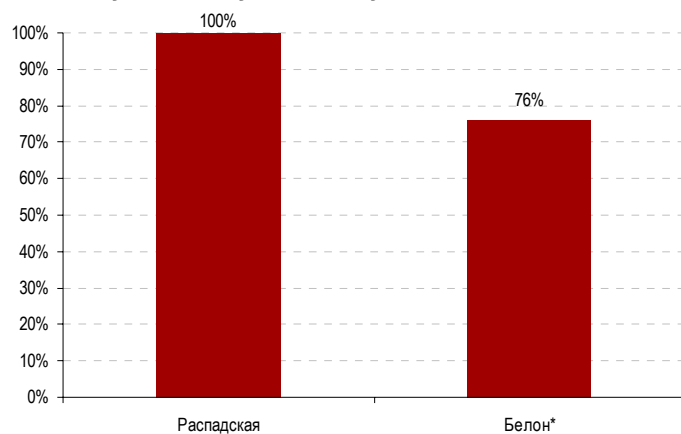
в млн. \$	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	10	50	311	478	493	476	476	449
Налоги на прибыль	6	13	63	100	105	102	103	98
Амортизация	32	45	52	58	63	66	68	68
Изменение оборотного капитала	- 40	21	- 199	- 37	30	15	- 5	4
Денежные потоки от операций	- 5	104	101	400	481	455	436	423
Капиталовложения	- 154	- 231	- 182	- 149	- 129	- 102	- 77	- 62
Прочие доходы (инвестиции)	- 16	- 8	-	-	-	-	-	1
Денежные потоки от инвестиций	- 170	- 239	- 182	- 149	- 129	- 102	- 77	- 61
Свободные денежные потоки	- 175	- 135	- 81	251	353	352	359	363
Изменение долга	150	210	132	- 63	- 56	- 51	- 46	- 41
Дивиденды	12	3	70	158	166	161	164	155
Чистые денежные потоки	- 37	72	- 18	31	130	140	150	167

Белон и Распадская: некоторые факты

Добыча коксующегося угля, млн. т



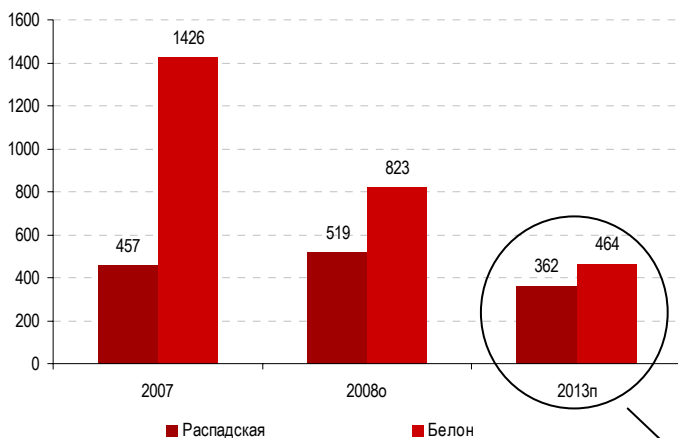
Доля коксующегося угля в выручке (2007)



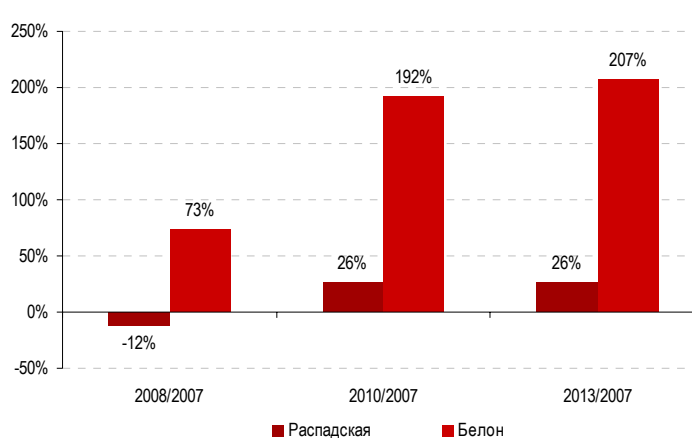
*-без учета металлотрейдинга

К концу десятилетия добыча Белона уже будет составлять более трети добычи Распадской.

Стоимость предприятия (EV) на 1 тонну добычи коксующегося угля, \$

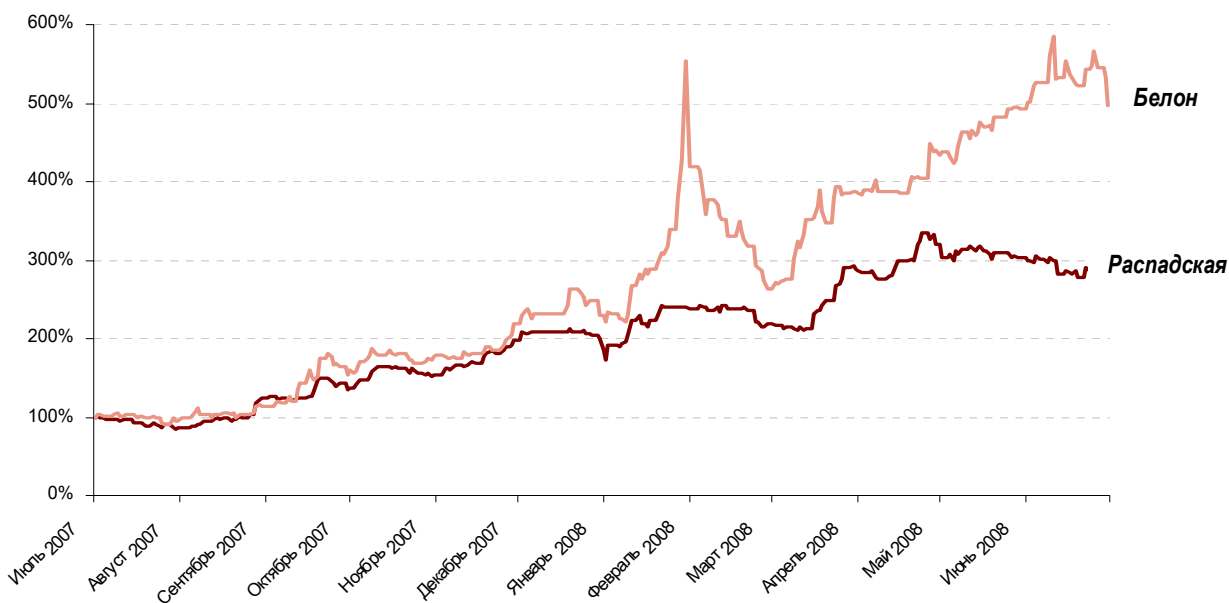


Рост добычи коксующегося угля



Белон, имея более высокие производственные издержки, стоит почти на треть дороже Распадской в расчете на тонну добычи 2013 г., что вряд ли оправдано стоимостью других видов бизнеса компании

Динамика стоимости акций



Источники: данные компаний, Bloomberg, оценки Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.