

Инвестиционное мнение по рублевой облигации Белон-Финанс, 2

Макаров Дмитрий

31.07.09

## РЕЗЮМЕ

- В условиях волатильности на сырьевых рынках группа «Белон» продолжает наращивать производственные мощности. В рамках долгосрочных контрактов продолжаются поставки углей НЛМК, увеличилась доля поставок на ММК, начались тестовые продажи в Юго-Восточную Азию. В связи с чем, по нашему мнению, компания имеет перспективы исполнения своих обязательств перед инвесторами.
- Во 2П2009 ожидается рост реализации коксующихся углей с 260 до 300 тыс тонн в месяц при росте цены на \$10 до \$65 за тонну. Объем добычи энергетических углей в 2009 г. ожидается на уровне прошлого года в 3,5 млн тонн при средней цене \$70.
- На фоне общего состояния угольной отрасли «Белон» продемонстрировал сильные операционные и финансовые показатели по итогам 1 кв. 2009 г.
- Компания имеет сравнительно невысокую долговую нагрузку. По итогам 2008 г. показатель чистый долг/ЕБИТДА составил 1,1х, по итогам 1 кв. 2009 г. показатель чистый долг/собственный капитал составил 0,7х.
- По облигации Белон-Финанс, 2 предлагается одна из самых высоких доходностей на текущий момент среди ликвидных рублевых облигаций.
- Текущая доходность к оферте Белон-Финанс, 2, оферта – 31.08.2009 г., составляет 38,3% годовых, объем выпуска – 2 млрд руб. Поручителем по бумаге является ОАО «Белон».
- Рекомендуем бумагу в качестве рискованной краткосрочной инвестиции с оптимальным соотношением «риска/доходности».

### Комментарий по компании

Чистый убыток ОАО "Белон" за 1 квартал 2009 г. по РСБУ составил 731 млн руб. За тот же период годом ранее компания получила чистую прибыль размере 642,5 млн руб. **Выручка компании в январе-марте 2009 г. снизилась до 3,771 млрд руб.**, что связано со снижением средних внутренних цен на коксующийся уголь в 1 кв. 2009 г. на 40% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Валовая операционная прибыль уменьшилась до 783 млн руб. **В части производственных результатов наблюдается увеличение добычи угля за квартал на 38%**, в том числе за счет ввода новой шахты «Костромовская» по добыче коксующегося угля. **Финансовые результаты компании оцениваются лучше ожиданий на фоне общего состояния угольной отрасли.**

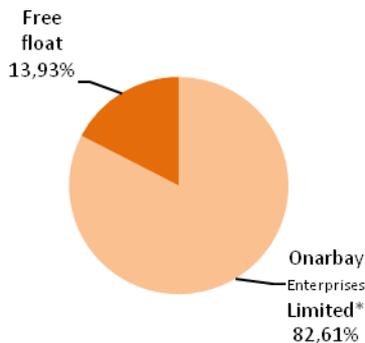
**Рост добычи согласуется с запланированным компанией достижением средней реализации в месяц** концентрата коксующегося угля в 260 тыс тонн в 1П2009. Цена реализации концентрата составляет \$55 за тонну, что соответствует спот-уровням. Во 2П2009 компания ожидает роста цены на \$10 за тонну в условиях прогноза увеличения объема продаж до 300 тыс тонн в месяц. Отметим, что **более половины добычи коксующегося угля планируется поставить ММК**, рассматривающего компанию как стабильного поставщика сырья. В условиях сохраняющегося высокого спроса на энергетический уголь основной объем контрактов на поставку энергетических углей на 2009 г. заключены по цене \$68-72 за тонну. Объем добычи энергетических углей ожидается на уровне прошлого года – 3,5 млн тонн. **Производственные планы группы оцениваются как вполне достижимые**, несмотря на превышение ими результатов прошлого года.

**Компания имеет невысокие показатели долговой нагрузки** (см. Табл.). В 2008 г. показатель чистый долг/ЕВITDA составил 1,1х, по итогам 1 кв. 2009 г. показатель чистый долг/собственный капитал составил 0,7х. Однако, **во второй половине 2009 г. компании предстоит рефинансировать краткосрочную задолженность в размере порядка 7 млрд руб.**, при общем объеме долга в размере порядка 13 млрд руб. По словам одного из ее крупнейших акционеров Андрея Доброва, генерального директора компании, в интервью Bloomberg "Белону" удалось договориться о рефинансировании большей части его \$270-миллионной краткосрочной задолженности. В частности, известно, что компания вела переговоры с банками о получении

кредитных линий в объеме 5 млрд руб. под государственные гарантии на срок 2 года.

По итогам 4 кв. 2008 г. и 1 кв. 2009 г. компания погасила задолженность перед банками в объеме 1,8 млрд руб. В июне текущего года компания погасила выпуск рублевых бондов Белон-Финанс, 1, номинальным объемом 1,5 млрд руб. В результате чистый долг за 1 кв. 2009 г. снизился на 9% и составил 5,3 млрд руб. Отметим, что положительным моментом кредитного профиля компании является **низкое отношение чистого долга к собственному капиталу, показатель не превышает нормы** (см. Табл.).

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ  
ОАО «БЕЛОН»



\*ММК и менеджмент угольной компании владеют 82,61% акций ОАО «Белон» через компанию Onarbay Enterprises Limited

Источники: skrin.ru,  
оценки ИК «Галлион Капитал»

В условиях роста добычи и как минимум сохранения долей в поставках крупнейшим металлургическим компаниям (ММК, НЛМК) компания имеет, на наш взгляд, **существенные аргументы для успешного рефинансирования долга**. Кроме того, отметим, что 41% акций компании принадлежит ММК, который заинтересован в стабильном функционировании компании как поставщика сырья и в случае необходимости, вероятно, сможет оказать поддержку в исполнении обязательств.

Таблица. Основные финансовые показатели ОАО «Белон», РСБУ

млрд руб.	2006	2007	2008	1 кв. 2008 г.	1 кв. 2009 г.
Выручка	12,3	15,7	27,9	6,7	3,8
Чистая прибыль/убыток	0,32	0,56	3,06	0,64	-0,73
Чистый долг	0,7	2	5,8	2,9	5,3
Собственный капитал и резервы	5,3	5,7	8,4	6,3	7,6
Всего активов	11,5	16,8	21	19,2	20,2
<b>Коэффициенты</b>					
ЕБИТДА	0,9	1,3	5,5	1	-0,1
ЕБИТДА margin (%)	7,3	8,3	19,7	14,9	-2,6
ЕБИТДА/Проценты уплаченные (x)	2,7	2,1	6,3	5,6	-0,4
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0,8	1,5	1,1	2,9	-53,0
Денежные средства/Краткосрочный долг (%)	115,6	89,8	34,2	76,4	38,7
Чистый долг/Собственный капитал (x)	0,1	0,4	0,7	0,5	0,7

Источник: компания, расчеты ИК «Галлион Капитал»

млрд руб.	2006	2007	2008	1 кв. 2008	1 кв. 2009
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>					
<b>Выручка</b>	12,3	15,7	27,9	6,7	3,8
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	(10,4)	(13,3)	(18,6)	(5,1)	(3,0)
Валовая прибыль	1,9	2,4	9,3	1,6	0,8
Коммерческие и управленческие расходы	(1,1)	(1,1)	(3,8)	(0,6)	(0,9)
Прибыль/убыток от продаж	0,9	1,3	5,5	1	(0,1)
Проценты к получению	0,13	0,24	0,41	0,08	0,15
Проценты к уплате	(0,33)	(0,61)	(0,88)	(0,18)	(0,28)
Прочие доходы/расходы	(0,19)	(0,14)	(0,85)	(0,03)	(0,61)
<b>Прибыль/убыток до налогообложения</b>	0,48	0,81	4,14	0,85	(0,84)
Отложенные налоговые активы	0,03	0,07	0,08	0,04	0,1
Отложенные налоговые обязательства	0,005	(0,022)	(0,007)	(0,007)	0,007
Текущий налог на прибыль	(0,18)	(0,29)	(1,15)	(0,25)	-
Прочие обязательства перед бюджетом	(0,004)	(0,004)	(0,004)	(0,005)	(0,0006)
<b>Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода)</b>	0,32	0,56	3,06	0,64	(0,73)
Базовая прибыль/убыток на акцию (в рублях)	688	49	3	56	-
<b>Балансовый отчет</b>					
<b>Активы</b>					
Денежные средства и их эквиваленты	3,7	5,3	2,5	5,5	2,9
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 мес.)	0,005	0,36	3,9	0,4	3,9
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 мес.)	4,4	3,9	4,6	5,3	3,9
Оборотные активы	9,6	11,8	13,5	13,5	12,9
Всего активы	11,5	16,8	21,0	19,2	20,2
<b>Обязательства</b>					
Уставный капитал	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
Добавочный капитал	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Резервный капитал	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	3,9	4,3	7,0	4,9	6,2
Всего капитал и резервы	5,3	5,7	8,4	6,3	7,6
Долгосрочные займы и кредиты	2,3	4,6	4,2	4,6	3,9
Отложенные налоговые обязательства	0,006	0,028	0,035	0,035	0,023
Прочие долгосрочные обязательства	0,6	0,5	1,1	1,1	1,2
Всего долгосрочные обязательства	2,9	5,2	5,3	5,7	5,1
Краткосрочные займы и кредиты	2,1	2,7	4,1	3,8	4,3
Кредиторская задолженность	1,1	3,2	3,2	3,4	3,2
Всего краткосрочные обязательства	3,3	6,0	7,3	7,2	7,5
<b>Всего обязательства и собственные средства</b>	11,5	16,8	21,0	19,2	20,2

Источник: компания

© ЗАО «Галлион Капитал», 2009 год. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью ЗАО «Галлион Капитал». Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения ЗАО «Галлион Капитала» в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению ЗАО «Галлион Капитала», являются надежными. ЗАО «Галлион Капитал», его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. ЗАО «Галлион Капитал» не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. ЗАО «Галлион Капитал» и лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. ЗАО «Галлион Капитал» может публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране.