

400 Б.П. над ММК – ПОРА СНИЖАТЬСЯ

Облигации Белона очевидно дешевы. В последнее время рублевый выпуск Белон-2 торговался с доходностью более 12% к оферте через 12 месяцев. С нашей точки зрения, такая доходность не соответствует не только тому факту, что с IV квартала 2009 г. компания входит в состав Группы ММК, но во многом и собственному кредитному качеству Белона. Премия облигаций Белона к кривой ММК не должна превышать 100 б.п., то есть целевой доходностью выпуска Белон-2 является уровень 10%. Бумаги Белона, конечно, не являются прямыми обязательствами ММК, однако репутационные риски для группы ММК, связанные с неисполнением Белоном своих обязательств в будущем, настолько высоки, что вероятность проблем при походе на оферту по выпуску Белон-2 представляется практически нулевой. Тем более что Белон сам в состоянии полностью обслужить свой долг.

Часть целого. 16 октября 2009 г. ОАО ММК объявило об увеличении своей доли в Белоне до 82,6%. С этого момента финансовые показатели Белона, включая долг, консолидируются в отчетности ММК, а сам Белон стал неотъемлемой частью и стратегическим активом группы ММК. До поглощения Белона общим местом в дискуссиях менеджмента ММК с инвесторами и рейтинговыми агентствами было отсутствие у группы вертикальной интеграции. С приобретением актива, производящего коксующийся уголь высококачественных марок, степень интеграции ММК значительно возросла. В перспективе Белон сможет «закрыть» до 80% потребности ММК в угле.

Чрезвычайно удачная сделка. Покупка Белона Группой ММК стала возможной именно потому, что в 2009 г. Белон столкнулся с трудностями в обслуживании краткосрочного долга. Из таблицы видно, что общий левередж на конец 2008 г. был у Белона умеренным (Долг/ЕБИТДА менее 2), однако ликвидность оказалась крайне низкой – коэффициент текущей ликвидности составил 0,5, денежная позиция была незначительной, а на долю краткосрочной задолженности приходилось 74% долга. Попав в ловушку, Белон был вынужден искать инвестора и нашел его в лице ММК, заплатившего за свою долю в компании в два приема порядка 600 млн долл. Если бы не трудности Белона с обслуживанием долга, ММК едва ли получил бы этот актив.

Проблема ликвидности решена в 2009 г. По нашей оценке, в 2009 г. ликвидность Белона коренным образом изменилась в лучшую сторону. Основная часть короткого долга была рефинансирована, в том числе и при помощи ММК. Напомним, что в январе 2010 г. мы писали о погашении Белоном кредитов ВТБ на сумму 6,9 млрд руб. за счет средств, полученных от материнской компании. Эта помощь ММК, лучше, чем что-либо иное, свидетельствует, что для руководства ММК Белон является важной частью группы. Мы ожидаем, что по итогам 2009 г. Белон заработал ЕБИТДА в размере 136 млн долл., что при общем долге на конец года, равном 411 млн долл., соответствует отношению Чистый долг/ЕБИТДА порядка 2,8. Доля краткосрочного долга должна составить всего лишь 9%.

2010 г. – новая реальность. Быстрое восстановление металлургического сектора привело к опережающему росту цен на коксующийся уголь – как внутренних, так и экспортных. Наши аналитики по акциям металлургического сектора недавно изменили базовый прогноз цен на уголь в 2010 г. Среднегодовая внутренняя цена коксующегося угля была повышена со 100 до 125 долл./т, цена на внешнем рынке – со 155 до 190 долл./т. В этих условиях мы ожидаем, что по итогам 2010 г. Белон заработает ЕБИТДА в размере 275 млн долл., в результате чего левередж компании окажется заметно ниже 2.

РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОКУПАТЬ

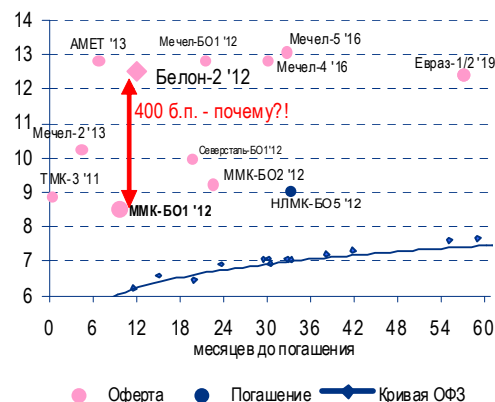
Основные финансовые показатели Белона

Аудированные результаты по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009П
Продажи	530,2	995,6	501,0
Валовая прибыль	129,1	406,1	
ЕБИТДА	89,8	245,7	136,0
ЕБИТ	50,3	184,7	
Чистая прибыль	25,8	95,1	
Активы	1 053,8	1 045,3	
Краткосрочный долг	187,0	347,7	36,0
Долгосрочный долг	272,3	125,0	375,0
Долг	459,3	472,7	411,0
Собственный капитал	382,3	385,3	
Валовая рентабельность, %	24,4	40,8	
Рентабельность по ЕБИТДА, %	16,9	24,7	27,1
Рентабельность по ЕБИТ, %	9,5	18,6	
Чистая рентабельность, %	4,9	9,6	
Долг/ЕБИТДА	5,12	1,92	3,02
Чистый долг/ЕБИТДА	4,75	1,87	2,82
ЕБИТДА/Проц. расходы	5,7	4,2	1,8
Долг/Собств. капитал	1,20	1,23	
Долг/Активы	0,44	0,45	
Краткосрочный долг/Долг, %	40,7	73,6	8,8
Коэфф. текущ. ликвидности	0,8	0,5	
Ден. позиция/Кратк. долг	0,2	0,0	0,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации сектора



Источники: ММВБ

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

**Телекоммуникации/Медиа/
Информационные технологии**
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость
Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010