

## Угольные компании

### Отрасль одна – компании разные

- Сокращение производства стали во второй половине 2008 г. привело к стремительному ухудшению ситуации и в переживавшей до этого настоящий бум угольной отрасли. Основное бремя сокращения спроса на внутреннем и внешних рынках вынуждены были принять на себя независимые (не интегрированные с производителями стали) производители, на долю которых приходится около 70 % российской добычи коксующегося угля.
- На наш взгляд, рост цен на коксующийся уголь на внутреннем рынке с текущих минимальных за последние несколько лет уровней станет возможным после увеличения уровня загрузки мощностей в отрасли до 75-90 %. Увеличение загрузки мощностей к концу 2009 г. является практически неизбежным. В оптимистическом сценарии оно произойдет за счет роста внутреннего и внешнего спроса, в пессимистическом – за счет полного ухода с рынка наименее эффективных производителей.
- Лучшей инвестицией в секторе, на наш взгляд, в настоящий момент являются акции Распадской, потенциал роста которых к их справедливой цене составляет около 90 %. Мы считаем, что рынок недооценивает перспективы снижения и без того невысоких издержек компании с ростом выпуска угля в 2010-2011 г.
- Акции Белона мы считаем достаточно адекватно оцененными рынком с учетом высоких рисков компании, связанных со значительным краткосрочным долгом, непредсказуемыми результатами металлоторгового сегмента в условиях снижения цен на сталь и относительно низкой информационной прозрачности компании.
- Бумаги Мечела, на наш взгляд, после недавнего роста котировок выглядят несколько перекупленными. Снижение операционных показателей Мечела в основном для компании бизнесе – производстве коксующегося угля – в первые месяцы 2009 г. выглядит пугающе, а уровень долговой нагрузки компании, особенно с учетом квазидолговых привилегированных акций – очень высоким.
- Отметим, что акции Белона и Мечела являются инвестициями с наиболее высоким уровнем леввереджа не только в угольном секторе, но и в отрасли черной металлургии в целом. Это предполагает, что в случае более стремительного по сравнению с нашими ожиданиями роста цен на коксующийся уголь и сталь оценка акций обеих компаний может резко возрасти. В случае же если реальность окажется хуже наших ожиданий, стоимость акционерного капитала обеих компаний может довольно быстро сжаться до минимальных значений.

#### Акции

#### Угольная промышленность

Волов Юрий      Кучеров Андрей

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)   [Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)

#### Основные данные

Код РТС	MTL.N
Цена акции \$	8.98
Капитализация млн. \$	3 738
EV млн. \$	8 629
Целевая цена \$	<b>5.83</b>
Потенциал %	-35%
Рекомендация	<b>Продавать</b>

#### Основные данные

Код РТС	RASP
Цена акции \$	1.82
Капитализация млн. \$	1 421
EV млн. \$	1 586
Целевая цена \$	<b>3.51</b>
Потенциал %	93%
Рекомендация	<b>Покупать</b>

#### Основные данные

Код РТС	BLNG
Цена акции \$	0.35
Капитализация млн. \$	403
EV млн. \$	878
Целевая цена \$	<b>0.35</b>
Потенциал %	0%
Рекомендация	<b>Держать</b>

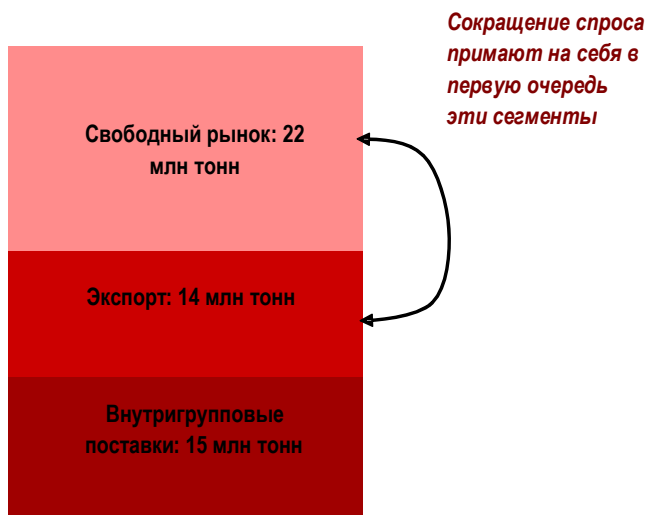
## Рынок коксующегося угля

В 2008 г. российские угольные компании в пересчете на концентрат произвели около 51 млн тонн коксующегося угля, из которых около 13.7 млн тонн (26.8 %) было отправлено на экспорт, а оставшиеся примерно 37.3 млн тонн – на внутренний рынок.

Специфика внутреннего рынка коксующегося угля заключается в том, что ряд крупных игроков (Южжуссбасуголь, Воркутауголь, шахты ПМХ, ЛМЗ, частично Белон и Южный Кузбасс) – поставляют продукцию внутри вертикально интегрированных холдингов (соответственно Евраз, Северстали, ПМХ, ЛМЗ, ММК и Мечела), что обеспечивает им высокий уровень загрузки мощностей даже в условиях сокращения спроса на рынке в целом. Практика показывает, что российские меткомбинаты будут ориентироваться на собственные мощности даже в случае, если закупать уголь на стороне будет дешевле: проще терпеть убытки на своих мощностях, чем прекращать производство и увольнять персонал, провоцируя конфликты с местными органами власти и подвергая угрозе быстрое возобновление производства в случае улучшения конъюнктуры.

Таким образом, реальный свободный внутренний рынок коксующегося угля при 100%-ной загрузке мощностей составляет лишь около 22 млн тонн угольного концентрата в год, а крупнейшими покупателями на нем являются НЛМК, ММК, Металлоинвест и при загрузке мощностей выше 70 % – Евраз. От состояния дел в этих компаниях фактически и зависит внутренний спрос на уголь, на изменения которого наиболее чувствительно будут реагировать независимые поставщики.

### Структура продаж коксующегося угля в РФ (2008)



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Рост или сокращение свободного рынка коксующегося угля, таким образом, происходит быстрее роста или сокращения уровня загрузки металлургических мощностей в России в целом (такие компании, как Евраз, ММК, Северсталь, сначала отказываются от закупки угля сторонних поставщиков и лишь затем – от угля «своих» поставщиков). Также уровень загрузки мощностей независимых производителей очень чувствителен к изменениям спроса со стороны внешнего мира, поскольку поставки на экспорт осуществляют именно неинтегрированные компании.

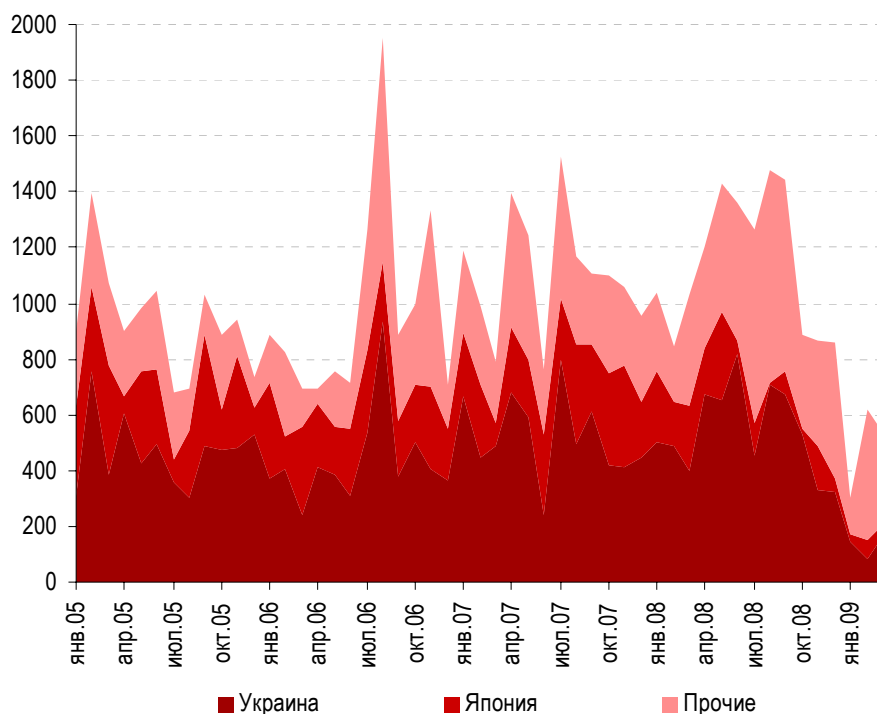
### Выход – в увеличении экспорта

В условиях сокращения внутреннего спроса только увеличение отгрузок на экспорт может позволить угольным предприятиям дозагрузить неиспользуемые мощности. Пока в условиях кризиса российский экспорт коксующегося угля только сократился (-50 % г/г по итогам 1-го квартала 2009 г.), главным образом из-за сокращения закупок со стороны главного иностранного потребителя российского угля – Украины, которой в ситуации резкого сокращения производства стали в конце 2008-го – начале 2009 г. хватало и своего сырья. Впрочем, в феврале-марте закупки со стороны Украины возобновились и в дальнейшем, с восстановлением выпуска стали на Украине, будут лишь увеличиваться.

Существенно нарастить поставки российские производители имеют возможность и в другие традиционные экспортные регионы – Юго-Восточную Азию и Восточную Европу. Не так давно истекли прошлогодние соглашения по поставкам коксующегося угля по этим направлениям, и сейчас многие потребители обращают свои взоры на спотовые рынки или ищут новые возможности заключения более дешевых годовых контрактов, чем могут воспользоваться российские угольные компании. Первые признаки активизации продаж на этих направлениях уже появились: Мечел сообщил о заключении длинных контактов в Японии и Корее,

Распадская (для которой азиатский рынок не является традиционным) – о начале поставок по одному и переговорах еще по двум контрактам в Японии.

**Экспорт угля коксующегося угля из РФ по направлениям, тыс. тонн**



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы ожидаем, что увеличение экспорта во второй половине года (благодаря активной контрактной работе в апреле-мае) в совокупности с некоторым ростом уровня загрузки металлургических мощностей внутри РФ позволит увеличить среднюю загрузку мощностей независимых производителей коксующегося угля в РФ до 75-90 %, а в случае наиболее эффективных компаний (таких как Распадская) – до 90-100 %.

**Средний уровень загрузки мощностей по производству коксующегося угля в РФ независимых производителей при разных сценариях**

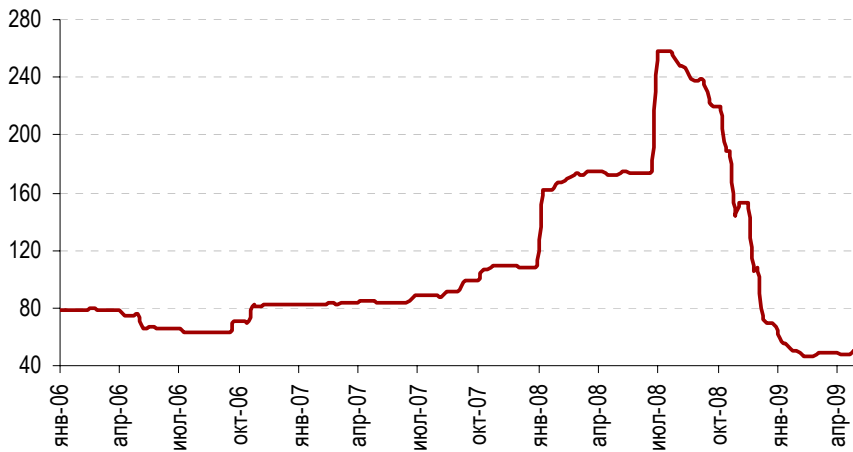
		Экспорт, доля от уровня 2008 г.					
		-60%	-40%	-20%	0	20%	40%
Загрузка металлургических мощностей в РФ	40%	28%	35%	41%	47%	54%	60%
	50%	34%	40%	47%	53%	60%	66%
	60%	40%	47%	53%	60%	66%	73%
	70%	46%	53%	59%	66%	73%	79%
	80%	56%	62%	69%	76%	82%	89%
	90%	65%	72%	78%	85%	92%	99%

Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

**Когда начнут расти цены?**

Цены на коксующийся уголь на внутреннем рынке РФ с середины прошлого года по настоящий момент упали более чем в 4 раза – с \$ 210-220 до \$ 45-50 за тонну – и по-прежнему остаются на минимальных уровнях. Стоит отметить, что цены на уголь внутри РФ связаны с мировыми ценами, однако прямой формульной зависимости между ними не существует. Причем, из-за высокой доли транспортных расходов в конечной цене российского угля для зарубежного потребителя волатильность net-back, в некотором смысле являющегося базисом для определения внутренней цены, куда выше, чем волатильность непосредственно мировых цен (это особенно актуально для рынка более дешевого энергетического угля, тарифы на перевозку за рубеж которого уже сопоставимы с его стоимостью, что делает экспорт дешевых марок абсолютно нерентабельным).

## Цены на коксующийся уголь, рынок РФ (exw \$/т)



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Текущие цены на коксующийся уголь являются неприемлемыми для большинства его российских производителей, так как находятся на уровне или даже ниже уровня их операционных затрат. При этом рост цен на этом рынке возможен в случае увеличения уровня загрузки мощностей в отрасли до 75-90 %: пока этого не произойдет, производители вряд ли даже будут пытаться повысить цены, предпочитая улучшать свои финансовые результаты за счет повышения физических объемов добычи и продаж по действующим ценам и, как следствие, сокращения операционных затрат на тонну производимой продукции.

Отметим, что само по себе увеличение загрузки мощностей, на наш взгляд, к концу года будет иметь место в любом случае, однако причины его могут быть различны. В оптимистическом сценарии увеличение загрузки произойдет за счет роста выпуска на фоне более высокого внешнего и внутреннего спроса (как это описано выше), в пессимистическом – за счет сокращения (выбытия) самих мощностей менее эффективных производителей, которые будут просто не в состоянии продолжать работать в текущих ценовых условиях в течение длительного времени.

В связи с вышеизложенным, а также принимая во внимание динамику цен на коксующийся уголь с начала 2009 г., мы пересмотрели свои ценовые ожидания на 2009-2010 г. в сторону понижения, оставив без изменения долгосрочные прогнозы.

## Динамика и прогноз цен на коксующийся уголь, рынок РФ (exw, \$/т)

	2007	2008	2009о	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п
Старый прогноз	73	171	80	100	110	110	110	110
Новый прогноз	73	171	55	70	75	85	100	100

Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Мультипликаторы компаний

Крупнейшие мировые угольные компании в настоящий момент торгуются со средним мультипликатором EV/EBITDA 08 в 4.8 и EV/EBITDA 09 в 5.8. В первом случае это намного выше оценки российских компаний, во втором – намного ниже. Данный факт объясняется прежде всего доминированием долгосрочных контрактов в общей структуре продаж зарубежных компаний, что существенно сглаживает колебания их финансовых показателей в зависимости от конъюнктуры угольного рынка и делает прямое сопоставление с российскими производителями не совсем корректным.

Среди российских компаний можно отметить, что Распадская торгуется с небольшой премией по мультипликатору EV/EBITDA 09 к Мечелу и Белону, однако, принимая во внимание показатели 2010 г., данная премия превращается в дисконт.

### Основные мультипликаторы крупнейших угольных компаний

\$ млн.			EV/EBITDA			EV/S			P/E		
	Капитализация	EV	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Мечел	3 738	8 629	2.5	10.0	5.8	0.8	2.0	1.4	2.1	отр.	10.2
Распадская	1 421	1 586	1.8	10.1	4.3	1.3	4.3	2.5	2.7	424.8	8.1
Белон	403	878	4.3	9.1	5.4	0.9	1.8	1.6	5.1	отр.	11.2
<b>среднее</b>			<b>2.9</b>	<b>9.7</b>	<b>5.1</b>	<b>1.0</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>	<b>н/д</b>	<b>9.9</b>
Teck Cominco	6 403	13 590	5.1	5.6	4.7	1.9	2.1	1.9	9.7	11.8	8.4
Peabody Energy	8 224	10 277	5.8	7.7	6.7	1.6	1.7	1.6	8.6	13.8	11.6
Consol Energy	6 815	7 763	8.4	5.1	5.3	1.6	1.5	1.4	9.5	10.8	8.3
Coal&Allied	5 379	5 136	5.2	7.8	9.2	2.3	3.1	3.4	8.0	12.8	16.2
Bumi Resources	3 802	4 461	3.7	4.2	4.2	1.0	1.3	1.3	8.6	8.0	9.5
Arch Coal	2 488	3 624	5.2	8.1	5.3	1.2	1.4	1.2	7.0	37.4	10.0
Massey Energy	1 752	2 379	3.6	4.8	4.5	0.8	0.9	0.8	31.3	14.1	11.5
Alpha Natural Resources	1 936	1 794	4.1	4.6	3.9	0.7	0.9	0.8	11.7	12.6	13.7
New World Resources	1 314	1 752	2.6	4.0	3.9	0.9	0.9	0.8	3.7	14.8	9.5
<b>среднее</b>			<b>4.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>10.9</b>	<b>15.1</b>	<b>11.0</b>

Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

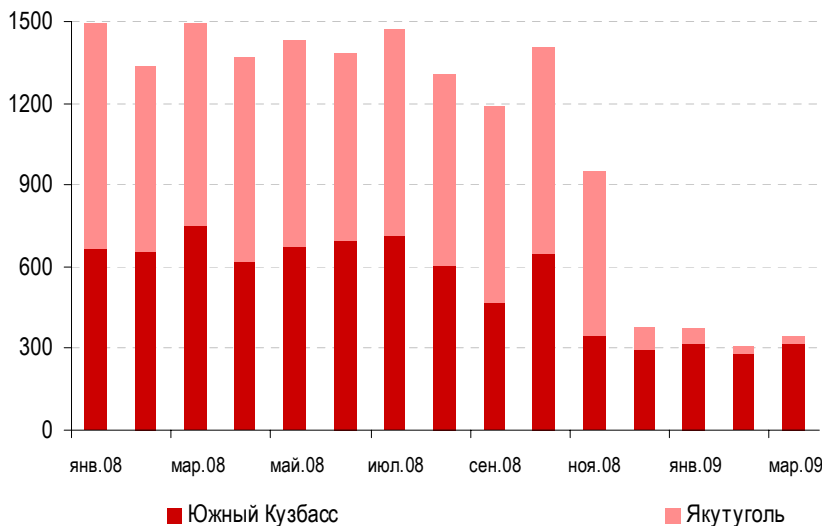
# Мечел

## Рисково и дорого

### Операционные показатели

С начала года Мечел показал достаточно слабые производственные результаты по уровню добычи коксующегося угля, которые вызывают у нас некоторую тревогу. В марте с.г. производство коксующегося угля сократилось на 77 % год-к-году, при этом на Якутугле добыча упала на 97 % и свелась к минимуму. В отличие от Распадской и Белона, которым значительно удалось нарастить добычу коксующегося угля в 1-м квартале 2009 г., добыча Мечела вплоть до марта оставалась на уровне декабря прошлого года. Фактически Мечелу пришлось принять основное сокращение спроса на коксующийся уголь на внутреннем рынке.

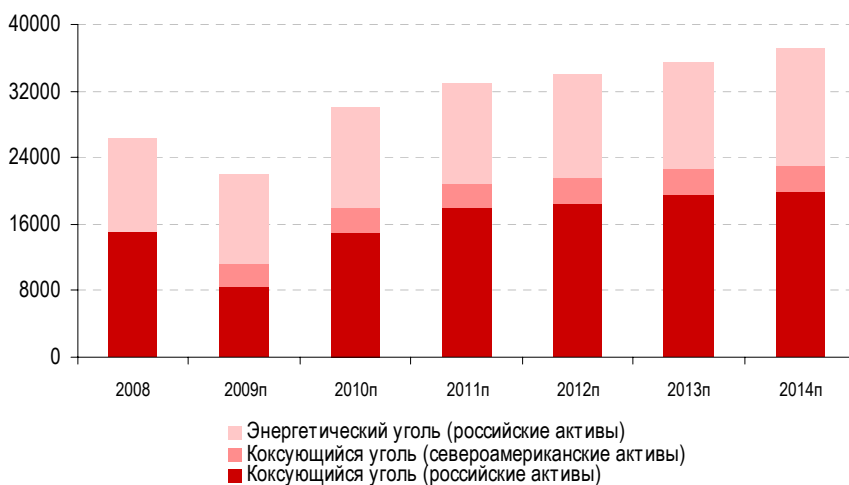
### Мечел: производство коксующегося угля



Источник: Металл-Курьер

На наш взгляд, увеличить объемы добычи угля в ближайшие месяцы Мечел сможет за счет роста экспортных поставок (ранее Мечел сообщал о заключении контрактов на поставку коксующегося угля в Японию и Корею). При этом основную долю поставок в страны АТР должны будут обеспечить поставки с активов Якутугла, в результате чего по итогам года снижение добычи коксующегося угля на российских активах составит 44 % г-к-г, а рост добычи коксующегося и энергетического угля начнется в 2010 г. и составит 75 % и 11 % г-к-г соответственно.

### Мечел: прогноз добычи угля



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Основные данные

Код РТС	MTL.N
Цена акции \$	8.98
Капитализация млн. \$	3 738
EV млн. \$	8 629
Целевая цена \$	5.83
Потенциал %	-35%
Рекомендация	Продавать

### Динамика акций



### Финансы и прогнозы

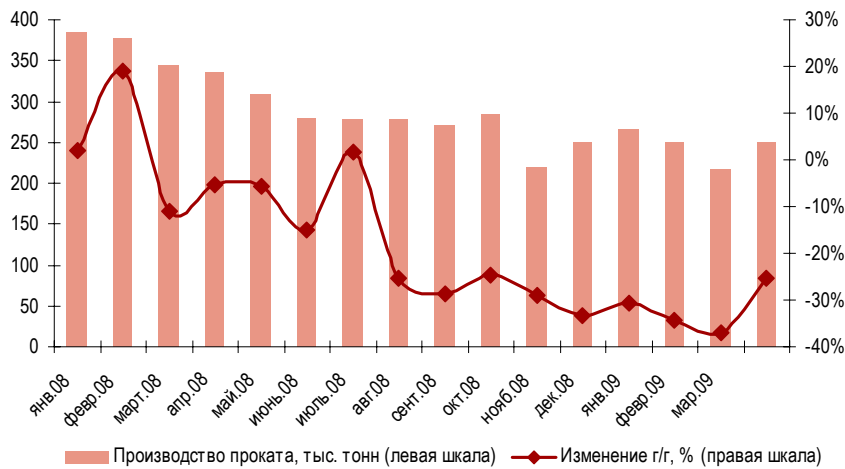
в млн. \$	2008O	2009П	2010П
Выручка	10 775	4 380	6 238
ЕБИТДА	3 477	860	1 487
Прибыль	1 753	- 119	366
EV/ЕБИТДА	2.5	10.0	5.8
EV/S	0.8	2.0	1.4
P/E	2.1	- 31.4	10.2
Рентабельность			
По ЕБИТДА	32.3%	19.6%	23.8%
Чистая	16.3%	-2.7%	5.9%

### Акционеры

	Доля%
И. Зюзин	69.9%
Прочие	30.1%

В сегменте производства проката операционные показатели Мечела выглядят не столь пугающе. Сокращение производства на основном металлургическом активе компании – Челябинском металлургическом комбинате – в апреле составило 25 % г-г, что сопоставимо со среднеотраслевыми показателями.

### Мечел: производство проката

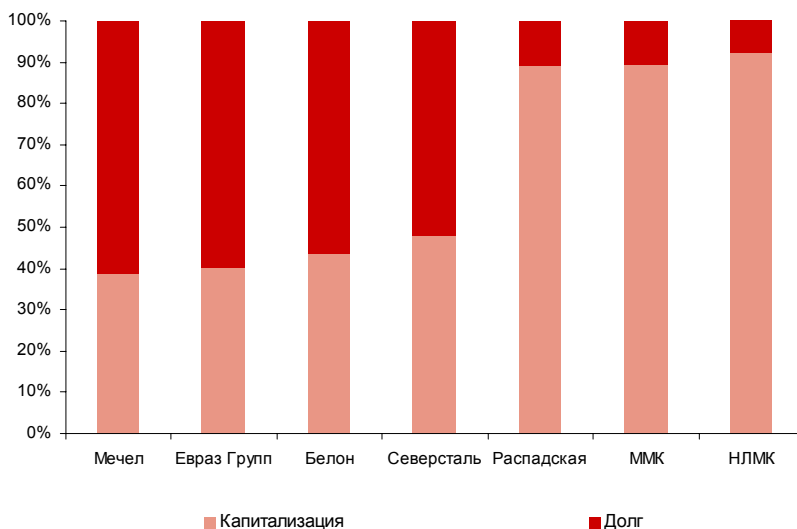


Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Инвестиционная программа: высокий леввередж надолго

На данный момент основным инвестиционным проектом компании в горнодобывающем сегменте является проект по освоению Эльгинского месторождения угля в Якутии, что выглядит достаточно странно, учитывая операционные показатели другого якутского предприятия компании – Якутгля – за последние месяцы, однако, возможно оправданно в долгосрочной перспективе. В 2007 г. Мечел заплатил за Эльгауголь \$ 737 млн, и по условиям лицензионного соглашения добыча угля на месторождении должна начаться не позднее октября 2010 г., а с середины 2013 г. должен быть достигнут уровень добычи в 9 млн тонн в год. Для полноценной работы месторождения необходим запуск железнодорожной ветки протяженностью 315 км от месторождения до БАМа, строительство которой уже идет. Общие инвестиции в освоение Эльги с выходом на объем добычи в 20 млн тонн к 2015 г. в середине прошлого года оценивались в \$ 3-3.5 млрд.

### Соотношение чистого долга и капитализации металлургических компаний



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

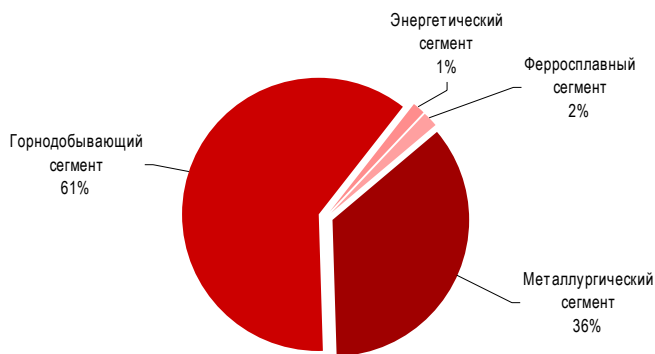
На наш взгляд, несмотря на резкое сокращение спроса и падение цен на коксующийся уголь на мировом рынке, освоение Эльгинского месторождения является экономически оправданным проектом, хотя его чистая приведенная стоимость (которую мы оцениваем

в \$ 760 млн) за последние полгода существенно сократилась. Тем не менее, реализация столь крупного проекта, очевидно, отвлечет значительную часть денежного потока Мечела, что существенно сократит возможности компании по погашению долга и снижению уровня левереджа с текущих достаточно высоких уровней. Пойдут ли на значительную отсрочку погашения своих кредитов банки, пока неизвестно (переговоры о реструктуризации крупнейшего из кредитов Мечела – \$ 1.5-миллиардного бридж-кредита на покупку Oriol Resources – еще продолжаются), однако почти наверняка акции Мечела останутся фишкой с наиболее высоким уровнем левереджа (и, следовательно, волатильности котировок) еще довольно долгое время.

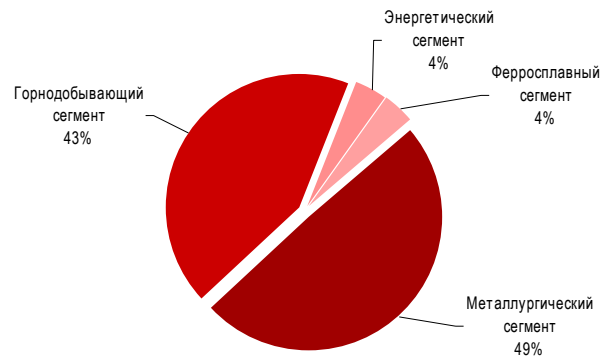
### Финансовые показатели

Мы ожидаем, что за счет значительного снижения физических объемов продаж и цен на коксующийся уголь EBITDA Мечела в 2009 г. упадет более чем в 4 раза по сравнению с прошлогодним уровнем – до \$ 860 млн, а в 2010 г., в случае восстановления ключевых рынков, – почти удвоится и составит около \$ 1.5 млрд. В 2009 г. горнодобывающий сегмент на время перестанет быть основным для компании, однако затем его влияние будет лишь возрастать.

#### Мечел: EBITDA по сегментам в 2008 г.



#### Мечел: EBITDA по сегментам в 2009 г.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Привилегированные акции

В апреле 2009 г. Мечел разместил 138.8 млн своих привилегированных акций (25 % от расширенного уставного капитала), купив весь объем выпуска на свою дочернюю компанию. Позднее значительная часть этого пакета (83.3 млн бумаг) была использована для завершения сделки по приобретению активов американской угольной компании Bluestone Coal. Мечел также принял на себя обязательство выкупить данные бумаги за \$ 786-1 585 млн (за вычетом выплаченных дивидендов) в зависимости от результатов дооценки запасов Bluestone через 5 лет после завершения сделки (т. е. в мае 2014 г.), а также провести публичное размещение остальных бумаг, как только рыночные условия будут позволять это сделать.

Отметим, что в нынешнем виде проданные привилегированные акции скорее являются частью долгосрочного долга, чем акционерного капитала Мечела (что еще более увеличивает и без того немалые долги компании), а потенциальное размещение оставшихся бумаг вряд ли состоится скоро – компании нужно будет продемонстрировать инвесторам высокие потенциальные дивиденды, в то время как к чистой прибыли Мечел, по нашим оценкам, вернется не ранее 2010 г.

### Выводы и рекомендации

На наш взгляд, с учетом резкого сокращения операционных показателей Мечела в первые месяцы 2009 г. и весьма существенного долга компании, бумаги Мечела после недавнего роста выглядят несколько перекупленными. Мы рекомендуем продавать акции компании с целевой ценой в \$ 5.83 за бумагу. Впрочем, Мечел в настоящий момент является компанией с очень высоким уровнем финансового левереджа, и в случае более стремительного по сравнению с нашими ожиданиями восстановления рынка коксующегося угля ситуация может быстро измениться.

## Модель DCF

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008 O	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>6 684</b>	<b>10 775</b>	<b>4 380</b>	<b>6 238</b>	<b>7 560</b>	<b>8 568</b>	<b>9 773</b>	<b>9 959</b>
Темп роста (%)		61%	-59%	42%	21%	13%	14%	2%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>1 688</b>	<b>3 477</b>	<b>860</b>	<b>1 487</b>	<b>1 889</b>	<b>2 001</b>	<b>2 254</b>	<b>2 008</b>
Рентабельность (%)	25%	32%	20%	24%	25%	23%	23%	20%
<b>ЕБИТ</b>	<b>1 398</b>	<b>2 987</b>	<b>365</b>	<b>981</b>	<b>1 369</b>	<b>1 464</b>	<b>1 695</b>	<b>1 424</b>
Рентабельность (%)	21%	28%	8%	16%	18%	17%	17%	14%
-Налоги на прибыль	356	699	73	196	274	293	339	285
<b>НОРАТ</b>	<b>1 041</b>	<b>2 288</b>	<b>292</b>	<b>785</b>	<b>1 095</b>	<b>1 171</b>	<b>1 356</b>	<b>1 139</b>
+ Амортизация	290	490	495	505	519	537	559	584
- Капвложения	-3 325	-3 356	-600	-700	-786	-878	-972	-1 065
(Увеличение)/Уменьшение об. капитал а	-374	-1 082	1 266	103	-141	-125	-139	-47
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-2 367</b>	<b>-1 661</b>	<b>1 453</b>	<b>694</b>	<b>688</b>	<b>705</b>	<b>804</b>	<b>612</b>

### Основные предположения

WACC	14.6%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>8.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	400
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.53
Безрисковая ставка	8.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>17.4%</b>
Стоимость долга	13.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>10.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>14.6%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	3 826
Конечная стоимость	5 429
Приведенная конечная стоимость	2 746
Стоимость денежных потоков	6 573
Текущий чистый долг (наличность) и привилегированные акции	4 891
Проект "Эльгауголь"	744
Чистая стоимость компании	2 426
Количество акций (млн.)	416
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>5.8</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	13.1%	13.6%	14.1%	14.6%	15.1%	15.6%	16.1%
4.5%	9.1	8.3	7.6	6.9	6.3	5.8	5.3
4.0%	8.5	7.8	7.1	6.5	6.0	5.5	5.0
3.5%	8.0	7.3	6.7	6.2	5.7	5.2	4.8
<b>3.0%</b>	<b>7.5</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>
2.5%	7.1	6.5	6.0	5.5	5.1	4.7	4.3
2.0%	6.7	6.2	5.7	5.2	4.8	4.4	4.1
1.5%	6.4	5.9	5.4	5.0	4.6	4.2	3.9

### Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Отчетность Мечела по US GAAP и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>4 398</b>	<b>6 684</b>	<b>10 775</b>	<b>4 380</b>	<b>6 238</b>	<b>7 560</b>	<b>8 568</b>	<b>9 773</b>	<b>9 959</b>
Операционные расходы	3 476	4 996	7 298	3 520	4 751	5 672	6 567	7 519	7 951
Амортизация	196	290	490	495	505	519	537	559	584
Операционная прибыль	726	1 398	2 987	365	981	1 369	1 464	1 695	1 424
<b>ЕБИТДА</b>	<b>922</b>	<b>1 688</b>	<b>3 477</b>	<b>860</b>	<b>1 487</b>	<b>1 889</b>	<b>2 001</b>	<b>2 254</b>	<b>2 008</b>
Чистые процентные расходы	30	87	311	495	455	442	434	430	430
Прочие расходы (доходы)	- 169	- 75	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	865	1 385	2 676	- 130	526	927	1 030	1 265	994
Налоги на прибыль	231	356	699	-	116	205	228	280	220
Доля миноритариев	32	116	225	- 11	44	78	86	106	83
<b>Чистая прибыль</b>	<b>603</b>	<b>913</b>	<b>1 753</b>	<b>- 119</b>	<b>366</b>	<b>644</b>	<b>716</b>	<b>879</b>	<b>691</b>

## Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	173	237	89	1 180	1 666	2 077	2 523	3 045	3 493
Дебиторская задолженность	192	347	898	280	273	331	376	428	437
Запасы	653	994	2 433	877	857	1 023	1 184	1 356	1 434
Прочие оборотные активы	626	660	1 639	569	556	666	767	878	920
Основные средства	2 013	3 702	6 568	6 673	6 868	7 134	7 475	7 888	8 369
Прочие внеоборотные активы	801	3 289	5 836	5 930	6 102	6 339	6 642	7 009	7 436
<b>Итого активы</b>	<b>4 457</b>	<b>9 228</b>	<b>17 463</b>	<b>15 509</b>	<b>16 323</b>	<b>17 571</b>	<b>18 968</b>	<b>20 604</b>	<b>22 089</b>
Кредиторская задолженность	335	350	1 258	351	427	510	591	676	715
Краткосрочный долг	167	1 135	2 352	2 136	2 078	2 050	2 041	2 041	2 088
Прочие краткосрочные обязательства	268	506	1 578	1 448	1 622	1 851	2 096	2 363	2 623
Долгосрочный долг	323	2 322	3 143	2 925	2 838	2 772	2 736	2 737	2 733
Прочие долгосрочные обязательства	500	1 410	4 399	4 037	4 522	5 160	5 840	6 586	7 310
Капитал и резервы	2 865	3 505	4 732	4 613	4 835	5 228	5 664	6 200	6 621
<b>Итого пассивы</b>	<b>4 457</b>	<b>9 228</b>	<b>17 463</b>	<b>15 509</b>	<b>16 323</b>	<b>17 571</b>	<b>18 968</b>	<b>20 604</b>	<b>22 089</b>

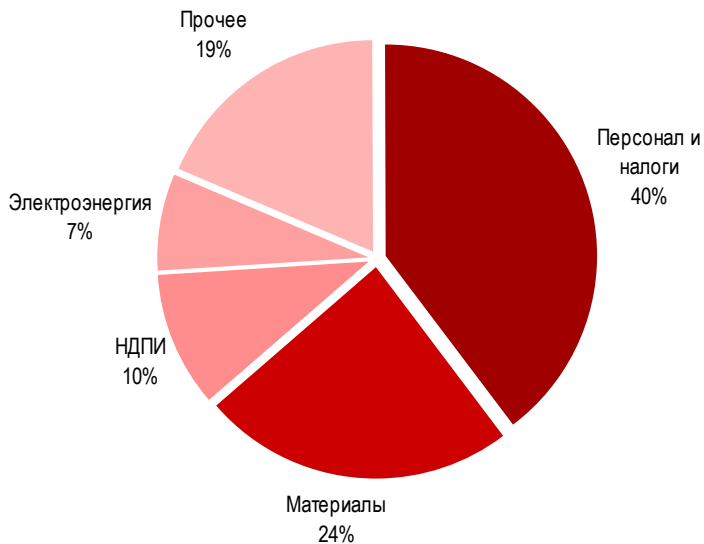
## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	726	1 398	2 987	365	981	1 369	1 464	1 695	1 424
Налоги на прибыль	231	356	699	-	116	205	228	280	220
Амортизация	196	290	490	495	505	519	537	559	584
Изменение оборотного капитала	- 163	- 374	- 1 082	1 266	103	- 141	- 125	- 139	- 47
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>528</b>	<b>958</b>	<b>1 696</b>	<b>2 126</b>	<b>1 474</b>	<b>1 542</b>	<b>1 648</b>	<b>1 836</b>	<b>1 741</b>
Капиталовложения	- 560	- 3 325	- 3 356	- 600	- 700	- 786	- 878	- 972	- 1 065
Прочие доходы (инвестиции)	8	- 62	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 553</b>	<b>- 3 387</b>	<b>- 3 356</b>	<b>- 600</b>	<b>- 700</b>	<b>- 786</b>	<b>- 878</b>	<b>- 972</b>	<b>- 1 065</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 24</b>	<b>- 2 429</b>	<b>- 1 661</b>	<b>1 526</b>	<b>774</b>	<b>757</b>	<b>770</b>	<b>863</b>	<b>676</b>
Изменение долга	54	2 968	2 038	- 435	- 145	- 94	- 44	1	42
Дивиденды	190	318	526	-	143	252	280	343	270
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 139</b>	<b>64</b>	<b>- 148</b>	<b>1 091</b>	<b>486</b>	<b>411</b>	<b>446</b>	<b>521</b>	<b>449</b>

## Распадская Может работать и в кризис

Распадская угольная компания известна в отрасли не только как один из крупнейших поставщиков коксующегося угля на российский рынок, но и как предприятие с одним из самых низких уровней издержек в мировой угольной отрасли. По расчетам компании, денежная стоимость (cash cost, без учета административных и транспортных расходов), добычи тонны рядового угля в 2008 г. составляла \$ 21.5, а тонны угольного концентрата – \$ 30.9. Стоит отметить, что даже данный уровень издержек является исторически очень высоким для компании и объясняется прежде всего 30%-ным падением уровня добычи по сравнению с 2007 г. и сильным рублем.

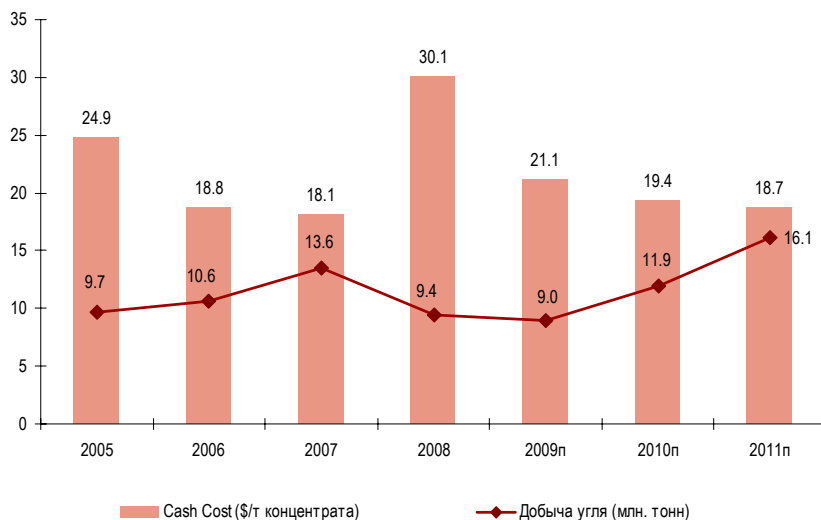
### Структура денежной себестоимости Распадской (2008)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основу себестоимости добывающей компании, как правило, составляют условно постоянные расходы, что предполагает высокую зависимость удельной себестоимости на единицу продукции от уровня добычи. До 2008 г., несмотря на укрепление рубля и высокие темпы инфляции издержек в РФ, за счет увеличения добычи и создания собственных современных мощностей по обогащению угля Распадской удавалось не только удерживать, но и последовательно снижать размеры издержек на тонну угольного концентрата. Мы ожидаем, что 2008 год является скорее временным феноменом, а в последующие периоды мы увидим дальнейшее падение себестоимости компании. При этом если в 2009 г. основным фактором, способствующим снижению издержек, станет ослабление рубля и замедление промышленной инфляции, то в 2010-2011 г. издержки на тонну продукции у компании продолжат снижаться благодаря увеличению выпуска.

### Динамика денежной себестоимости Распадской



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Основные данные

Код РТС	RASP
Цена акции \$	1.82
Капитализация млн. \$	1 421
EV млн. \$	1 586
Целевая цена \$	3.51
Потенциал %	93%
Рекомендация	Покупать

### Динамика акций



### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009 П	2010 П
Выручка	1 180	370	623
ЕВITDA	869	157	371
Прибыль	531	3	174
EV/ЕВITDA	1.8	10.1	4.3
EV/S	1.3	4.3	2.5
P/E	2.7	424.8	8.1
Рентабельность			
По ЕВITDA	73.7%	42.4%	59.5%
Чистая	45.0%	0.9%	28.0%

### Акционеры

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

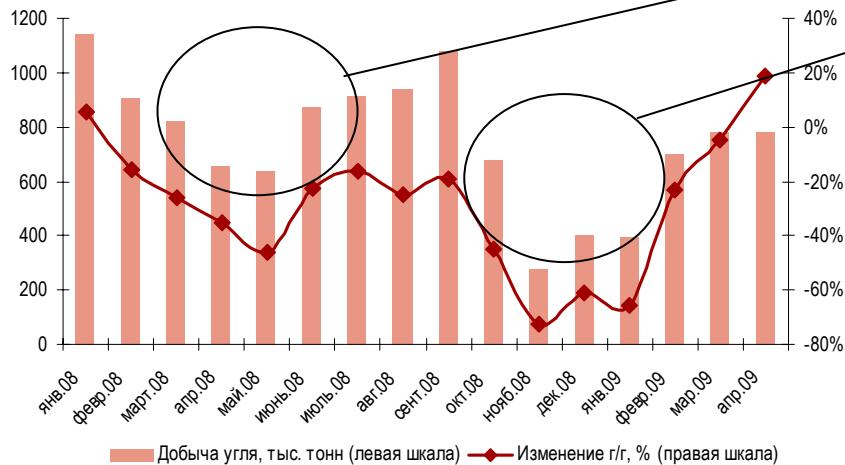
## Добыча: если и сократится, то не сильно

Отметим, что благодаря уже наблюдаемому к настоящему моменту увеличению экспортных отгрузок, а также спроса на уголь на внутреннем рынке Распадская имеет все шансы ограничиться минимальным сокращением добычи по итогам 2009 г. Фактически уже в марте-апреле с. г. за счет увеличения экспортных поставок компания вышла на средний уровень добычи предыдущего года, а в дальнейшем мы ожидаем лишь роста операционных показателей компании.

### Добыча угля Распадской

**Задержки в поставках оборудования**

**Сокращение спроса**

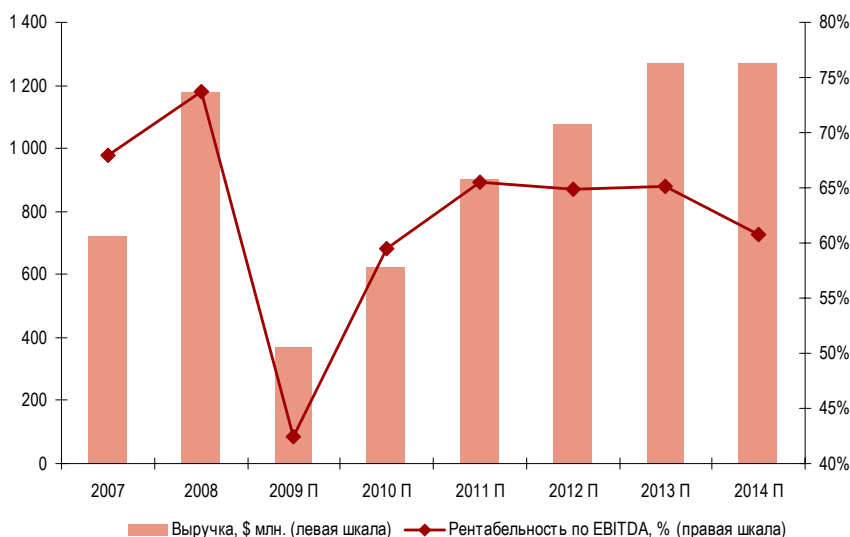


Источники: Металл-Курьер, ЦДУ ТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Финансовые показатели

Тем не менее, текущий год обещает стать худшим для Распадской за последние 6 лет. На фоне низких цен на коксующийся уголь и неполной загрузки мощностей EBITDA компании может сократиться в 5,5 раз до \$ 157 млн, а чистая прибыль благодаря высокой норме амортизации стать близкой к нулю. Исходя из этого прогноза, формально с коэффициентом EV/EBITDA 09, приближающимся к 10, акции Распадской могли бы показаться достаточно дорогой инвестицией в металлургическом секторе, однако, на наш взгляд, это не так. В случае восстановления цен и операционных показателей компании финансовые показатели Распадской способны продемонстрировать кратный рост за счет одновременного увеличения цены реализации и снижения удельных издержек. Мы ожидаем, что при цене на коксующийся уголь в размере \$ 70 за тонну в 2010 г. EBITDA Распадской вырастет более чем вдвое до \$ 371 млн, а рост цены в 2011 г. еще на \$ 5 за тонну в совокупности с увеличением операционных показателей увеличит EBITDA компании до \$ 591 млн, что выглядит уже вполне впечатляющей величиной на фоне текущей капитализации компании.

### Распадская: выручка и рентабельность



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

На наш взгляд, рынок не в полной мере оценивает перспективы увеличения финансовых показателей компании в случае даже относительно небольшого улучшения ситуации на рынке коксующегося угля, фокусируясь лишь на предполагаемых результатах не очень показательного 2009 г. Базируясь на более долгосрочных оценках, мы рекомендуем покупать акции компании с целевой стоимостью \$ 3.51 за бумагу и потенциалом роста около 90 % к текущим котировкам.

## Модель DCF

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>722</b>	<b>1 180</b>	<b>370</b>	<b>623</b>	<b>902</b>	<b>1 077</b>	<b>1 270</b>	<b>1 269</b>
Темп роста (%)		63%	-69%	69%	45%	19%	18%	0%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>491</b>	<b>869</b>	<b>157</b>	<b>371</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>827</b>	<b>771</b>
Рентабельность (%)	68%	74%	42%	59%	65%	65%	65%	61%
<b>ЕБИТ</b>	<b>355</b>	<b>748</b>	<b>37</b>	<b>235</b>	<b>433</b>	<b>533</b>	<b>656</b>	<b>582</b>
Рентабельность (%)	49%	63%	10%	38%	48%	49%	52%	46%
-Налоги на прибыль	89	139	1	44	79	100	125	111
<b>НОРАТ</b>	<b>267</b>	<b>609</b>	<b>36</b>	<b>191</b>	<b>354</b>	<b>433</b>	<b>530</b>	<b>471</b>
+ Амортизация	136	121	120	136	158	167	171	189
- Капвложения	-166	-286	-142	-103	-121	-141	-161	-178
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	38	-99	80	-14	-32	-21	-23	-2
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>274</b>	<b>344</b>	<b>94</b>	<b>210</b>	<b>360</b>	<b>438</b>	<b>518</b>	<b>480</b>

### Основные предположения

WACC	16.5%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>8.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	400
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	0.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	8.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>16.5%</b>
Стоимость долга	15.5%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>12.4%</b>
<b>WACC</b>	<b>16.5%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 322
Конечная стоимость	3 390
Приведенная конечная стоимость	1 582
Стоимость денежных потоков	2 905
Текущий чистый долг (наличность)	165
Чистая стоимость компании	2 740
Количество акций (млн.)	781
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>3.51</b>

### Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%
Конечный темп роста (%)	3.5%	4.3	4.1	3.9	3.8	3.6	3.5	3.4
	3.0%	4.2	4.0	3.8	3.7	3.5	3.4	3.3
	2.5%	4.1	3.9	3.7	3.6	3.5	3.3	3.2
	2.0%	4.0	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3	3.1
	1.5%	3.9	3.7	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
	1.0%	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1	3.0
	0.5%	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0

### Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Отчетность Распадской по МСФО и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>472</b>	<b>784</b>	<b>1 200</b>	<b>370</b>	<b>623</b>	<b>902</b>	<b>1 077</b>	<b>1 270</b>	<b>1 269</b>
Операционные расходы	230	293	331	213	252	312	378	443	498
Амортизация	92	136	121	120	136	158	167	171	189
Операционная прибыль	150	355	748	37	235	433	533	656	582
<b>ЕБИТДА</b>	<b>242</b>	<b>491</b>	<b>869</b>	<b>157</b>	<b>371</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>827</b>	<b>771</b>
Чистые процентные расходы	16	26	14	18	17	38	33	29	26
Прочие расходы (доходы)	- 0	- 0	63	15	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	134	329	671	4	218	395	499	626	556
Налоги на прибыль	34	89	139	1	44	79	100	125	111
Доля миноритариев	1	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>100</b>	<b>239</b>	<b>531</b>	<b>3</b>	<b>174</b>	<b>316</b>	<b>399</b>	<b>501</b>	<b>445</b>

## Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	49	82	187	262	412	576	780	893	1 014
Дебиторская задолженность	34	67	128	53	66	95	113	134	134
Запасы	27	51	56	36	43	53	64	75	84
Прочие оборотные активы	29	37	25	12	14	20	24	28	29
Основные средства	1 354	1 479	1 361	1 383	1 350	1 313	1 287	1 277	1 266
Прочие внеоборотные активы	9	10	5	5	5	5	5	4	4
<b>Итого активы</b>	<b>1 502</b>	<b>1 726</b>	<b>1 761</b>	<b>1 751</b>	<b>1 890</b>	<b>2 061</b>	<b>2 273</b>	<b>2 412</b>	<b>2 532</b>
Кредиторская задолженность	22	37	44	28	34	42	50	59	67
Краткосрочный долг	323	39	37	35	34	30	26	24	21
Прочие краткосрочные обязательства	16	27	18	20	22	27	30	34	37
Долгосрочный долг	29	308	314	298	283	249	219	192	169
Прочие долгосрочные обязательства	282	552	163	181	198	237	271	302	326
Капитал и резервы	858	1 070	1 184	1 188	1 318	1 476	1 676	1 801	1 912
<b>Итого пассивы</b>	<b>1 502</b>	<b>1 726</b>	<b>1 761</b>	<b>1 751</b>	<b>1 890</b>	<b>2 061</b>	<b>2 273</b>	<b>2 412</b>	<b>2 532</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	150	355	748	37	235	433	533	656	582
Налоги на прибыль	34	89	139	1	44	79	100	125	111
Амортизация	92	136	121	120	136	158	167	171	189
Изменение оборотного капитала	- 5	38	- 99	80	- 14	- 32	- 21	- 23	- 2
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>203</b>	<b>440</b>	<b>630</b>	<b>236</b>	<b>313</b>	<b>480</b>	<b>579</b>	<b>679</b>	<b>658</b>
Капиталовложения	- 376	- 166	- 286	- 142	- 103	- 121	- 141	- 161	- 178
Прочие доходы (инвестиции)	- 0	- 6	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 376</b>	<b>- 172</b>	<b>- 286</b>	<b>- 142</b>	<b>- 103</b>	<b>- 121</b>	<b>- 141</b>	<b>- 161</b>	<b>- 178</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 173</b>	<b>268</b>	<b>345</b>	<b>94</b>	<b>210</b>	<b>360</b>	<b>438</b>	<b>518</b>	<b>480</b>
Изменение долга	288	- 5	4	- 18	- 17	- 38	- 33	- 29	- 26
Дивиденды	46	95	- 158	0	44	158	200	375	334
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>69</b>	<b>168</b>	<b>506</b>	<b>76</b>	<b>150</b>	<b>164</b>	<b>204</b>	<b>113</b>	<b>121</b>

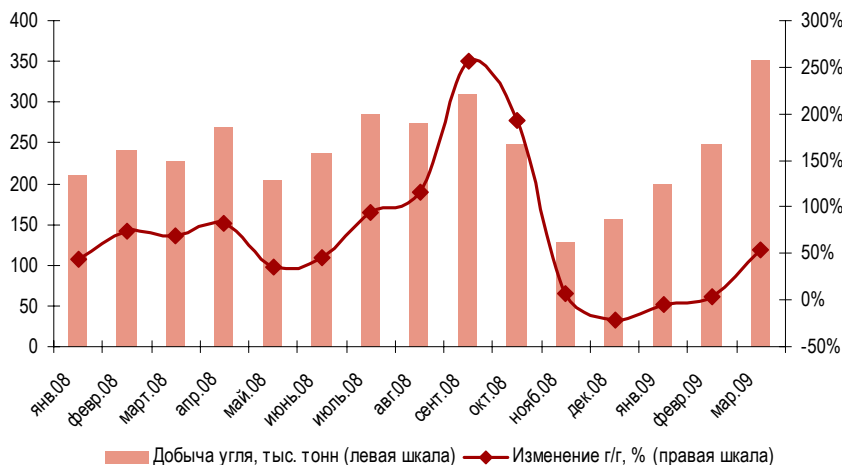
# Белон

## Больше вопросов, чем ответов

### Операционные показатели лучшие в отрасли...

По динамике операционных показателей за последние несколько лет Белон – однозначный лидер отрасли. Во многом благодаря устойчиво высоким закупкам со стороны стратегического акционера Белона – ММК – добыча коксующегося угля у компании существенно превосходит даже прошлогодние «докризисные» уровни.

### Добыча угля Белоном

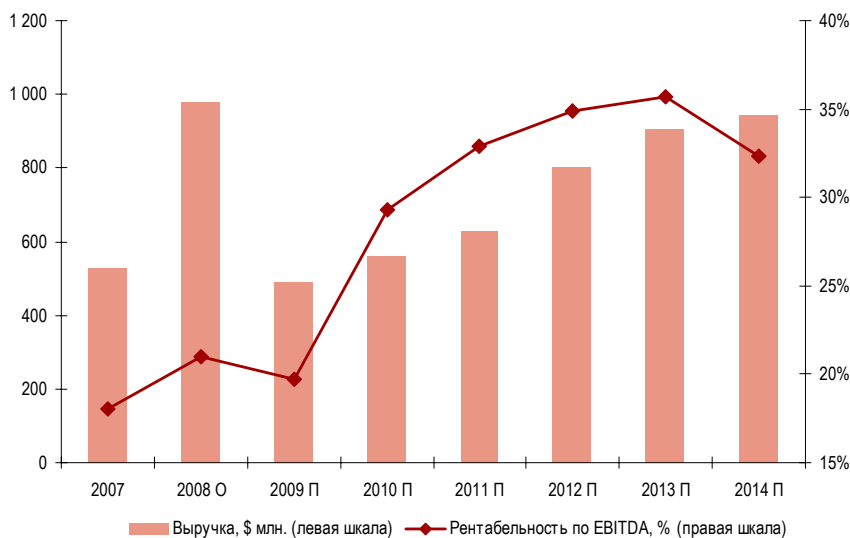


Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### ...однако финансовые – вызывают вопросы

Рост добычи является, безусловно, позитивным фактором, однако способность компании генерировать значительную операционную прибыль при нынешних ценах на коксующийся уголь вызывает большие вопросы. В отличие от Распадской, себестоимость добычи Белона не является предельно низкой. К тому же, экспорт энергетического угля, ранее приносивший компании неплохие доходы, сейчас из-за транспортных расходов в условиях низких цен растерял свою привлекательность.

### Белон: выручка и рентабельность



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Еще одним источником неопределенности является металлоторговый сегмент Белона, на долю которого в 1-м полугодии 2008 г. приходилось 30 % выручки компании. В условиях резкого снижения цен на металлопродукцию данный сегмент мог столкнуться с весьма существенными убытками. К сожалению, оперативность публикации отчетности

### Основные данные

Код РТС	BLNG
Цена акции \$	0.35
Капитализация млн. \$	403
EV млн. \$	878
Целевая цена \$	0.35
Потенциал %	0%
Рекомендация	Держать

### Динамика акций



### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008 О	2009 П	2010 П
Выручка	976	492	560
ЕБИТДА	205	97	164
Прибыль	79	- 18	36
EV/ЕБИТДА	4.3	9.1	5.3
EV/S	0.9	1.8	1.6
P/E	5.1	- 22.4	11.2
Рентабельность			
По EBITDA	21.0%	19.7%	29.3%
Чистая	8.1%	-3.7%	6.4%

### Акционеры

	Доля%
<b>Onarbay Enterprises</b>	<b>82.6%</b>
- ММК	41.3%
- Менеджмент Белона	41.3%
<b>Прочие</b>	<b>17.4%</b>

Белона является невысокой (компания опубликовала отчетность за 1-е пол. 2008 г. лишь в марте с. г.), и мы пока не можем сделать однозначных выводов на этот счет.

### Ситуация с долгом остается неясной

По состоянию на дату последней отчетности Белона (30.06.2008) общий долг Белона составлял 14.7 млрд руб. (\$ 627 млн) против лишь 758 млн руб. (\$ 32 млн) денежных средств, причем более 60 % долговых обязательств было краткосрочными (впрочем, плюс Белона является то, что львиная доля долга была номинирована в рублях, что, по нашим оценкам, позволило компании сократить долг в долларовом выражении к концу года примерно на \$ 150 млн).

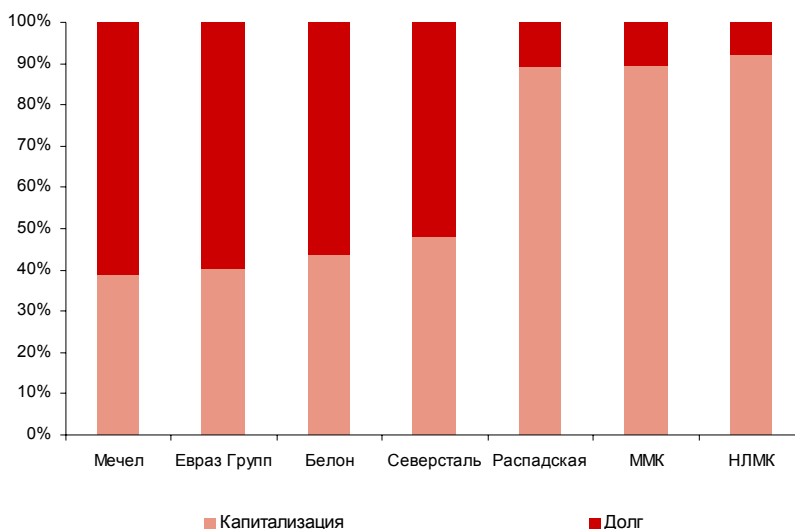
В начале июня 2009 г. Белону предстоит погасить рублевый облигационный выпуск в размере 1.5 млрд руб., а в начале 2010 г. – пройти offer по еще одному выпуску на 2 млрд руб. Аудитор компании (КМППГ) в своем комментарии к отчетности Белона за 1-е полугодие 2008 г., сделанном в марте с. г., выразил озабоченность значительными объемами краткосрочного долга и отсутствием соглашений о рефинансировании долгов.

Учитывая относительную информационную закрытость Белона по сравнению с другими публичными компаниями отрасли – Мечелом и Распадской, ситуация со значительными долгами компании дает поводы для серьезного беспокойства, что, на наш взгляд, должно найти свое отражение в виде премии за риск при расчете стоимости акционерного капитала компании. Кроме того, даже в случае если Белону удастся успешно рефинансировать свои краткосрочные обязательства (на что мы рассчитываем), стоимость долга компании, вероятно, существенно возрастет, что может привести к тому, что значительная часть денежного потока компании в ближайшие годы будет уходить владельцам долгового, а не акционерного капитала.

### Выводы и рекомендации

Бумаги Белона наряду с акциями Мечела являются инвестицией с одним из самых высоких уровней леввереджа не только в угольной отрасли, но и в металлургическом секторе в целом. Стоимость акционерного капитала составляет лишь немногим более 1/3 общей стоимости компании, что делает оценку акций Белона чрезвычайно зависимой от основных предпосылок модели (прежде всего относительно стоимости коксующегося угля и ставки дисконтирования). Причем в случае Белона высокий уровень финансового леввереджа (отношение долга к акционерному капиталу) соседствует с достаточно высоким операционным леввереджем (низкой рентабельностью компании), что делает оценку Белона еще более зависимой от внешних условий.

#### Соотношение чистого долга и капитализации металлургических компаний



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Таким образом, в случае если ситуация на рынке коксующегося угля начнет улучшаться быстрее, чем это заложено в наши прогнозы, бумаги Белона могут стать одними из лидеров роста в секторе (как это было, например, в 1-й половине 2008 г.), в то время как в случае более пессимистичного по сравнению с нашим сценария инвесторы в акции Белона рискуют потерять практически все вложения (компания вполне может

потребоваться «спасение» и допэмиссия акций).

В базовом сценарии мы не видим особого потенциала в бумагах Белона после недавнего роста котировок и рекомендуем «держаться» акции компании с целевой ценой \$ 0.35 за бумагу.

## Модель DCF

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008 О	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>531</b>	<b>976</b>	<b>492</b>	<b>560</b>	<b>628</b>	<b>800</b>	<b>907</b>	<b>945</b>
Темп роста (%)		84%	-50%	14%	12%	27%	13%	4%
<b>ЕВИТDA</b>	<b>96</b>	<b>205</b>	<b>97</b>	<b>164</b>	<b>207</b>	<b>279</b>	<b>323</b>	<b>306</b>
Рентабельность (%)	18%	21%	20%	29%	33%	35%	36%	32%
<b>ЕВИТ</b>	<b>50</b>	<b>153</b>	<b>39</b>	<b>103</b>	<b>144</b>	<b>216</b>	<b>261</b>	<b>244</b>
Рентабельность (%)	9%	16%	8%	18%	23%	27%	29%	26%
-Налоги на прибыль	13	37	8	21	29	43	52	49
<b>НОРАТ</b>	<b>38</b>	<b>116</b>	<b>31</b>	<b>83</b>	<b>116</b>	<b>173</b>	<b>208</b>	<b>195</b>
+ Амортизация	45	52	58	61	62	63	63	62
- Капвложения	-231	-178	-110	-93	-75	-58	-49	-49
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	21	-130	102	-12	-13	-35	-21	-9
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-126</b>	<b>-140</b>	<b>81</b>	<b>39</b>	<b>90</b>	<b>143</b>	<b>201</b>	<b>199</b>

### Основные предположения

WACC	20.2%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>8.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	400
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.3%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэга	1.75
Бэга с учетом долга	2.68
Безрисковая ставка	8.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>24.8%</b>
Стоимость долга	16.6%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>13.3%</b>
<b>WACC</b>	<b>20.2%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	433
Конечная стоимость	1 114
Приведенная конечная стоимость	444
Стоимость денежных потоков	877
Текущий чистый долг (наличность)	475
Чистая стоимость компании	402
Количество акций (млн.)	1 150
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>0.35</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	18.7%	19.2%	19.7%	20.2%	20.7%	21.2%	21.7%
3.5%	0.48	0.45	0.42	0.39	0.36	0.34	0.32
3.0%	0.46	0.43	0.40	0.38	0.35	0.33	0.31
2.5%	0.44	0.41	0.39	0.36	0.34	0.32	0.30
<b>2.0%</b>	<b>0.42</b>	<b>0.40</b>	<b>0.37</b>	<b>0.35</b>	<b>0.33</b>	<b>0.31</b>	<b>0.29</b>
1.5%	0.41	0.38	0.36	0.34	0.32	0.30	0.28
1.0%	0.39	0.37	0.35	0.33	0.30	0.29	0.27
0.5%	0.38	0.36	0.34	0.31	0.29	0.28	0.26

### Специфический риск эмитента

	1.3%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.3%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

### Расчет бэга

Средний оборот, \$ '000	Бэга
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Отчетность Белона по МСФО и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
<b>Выручка</b>	<b>384</b>	<b>531</b>	<b>976</b>	<b>492</b>	<b>560</b>	<b>628</b>	<b>800</b>	<b>907</b>
Операционные расходы	343	435	771	395	396	421	521	583
Амортизация	32	45	52	58	61	62	63	63
Операционная прибыль	10	50	153	39	103	144	216	261
<b>ЕБИТДА</b>	<b>42</b>	<b>96</b>	<b>205</b>	<b>97</b>	<b>164</b>	<b>207</b>	<b>279</b>	<b>323</b>
Чистые процентные расходы	11	7	49	62	56	50	45	41
Прочие расходы (доходы)	- 54	5	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	52	38	103	- 24	47	94	171	220
Налоги на прибыль	6	13	25	- 6	11	23	41	53
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>79</b>	<b>- 18</b>	<b>36</b>	<b>71</b>	<b>130</b>	<b>167</b>

## Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	14	32	5	46	20	29	65	142
Дебиторская задолженность	79	79	168	85	97	108	138	156
Запасы	63	122	171	88	88	93	116	129
Прочие оборотные активы	23	25	43	22	23	26	32	36
Основные средства	488	746	872	924	956	969	964	950
Прочие внеоборотные активы	8	12	14	15	15	16	15	15
<b>Итого активы</b>	<b>675</b>	<b>1 016</b>	<b>1 273</b>	<b>1 179</b>	<b>1 199</b>	<b>1 241</b>	<b>1 330</b>	<b>1 429</b>
Кредиторская задолженность	43	125	134	69	69	73	90	101
Краткосрочный долг	89	180	193	187	181	176	172	168
Прочие краткосрочные обязательства	11	18	64	91	130	164	199	229
Долгосрочный долг	195	314	430	374	324	278	237	200
Прочие долгосрочные обязательства	11	9	33	47	67	85	103	118
Капитал и резервы	326	369	420	411	429	464	529	613
<b>Итого пассивы</b>	<b>675</b>	<b>1 016</b>	<b>1 273</b>	<b>1 179</b>	<b>1 199</b>	<b>1 241</b>	<b>1 330</b>	<b>1 429</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	10	50	153	39	103	144	216	261
Налоги на прибыль	6	13	25	- 6	11	23	41	53
Амортизация	32	45	52	58	61	62	63	63
Изменение оборотного капитала	- 40	21	- 130	102	- 12	- 13	- 35	- 21
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>- 5</b>	<b>104</b>	<b>50</b>	<b>204</b>	<b>141</b>	<b>171</b>	<b>204</b>	<b>249</b>
Капиталовложения	- 154	- 231	- 178	- 110	- 93	- 75	- 58	- 49
Прочие доходы (инвестиции)	- 16	- 8	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 170</b>	<b>- 239</b>	<b>- 178</b>	<b>- 110</b>	<b>- 93</b>	<b>- 75</b>	<b>- 58</b>	<b>- 48</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 175</b>	<b>- 135</b>	<b>- 128</b>	<b>94</b>	<b>48</b>	<b>96</b>	<b>146</b>	<b>201</b>
Изменение долга	150	210	129	- 62	- 56	- 50	- 45	- 41
Дивиденды	12	3	28	- 9	18	36	65	83
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 37</b>	<b>72</b>	<b>- 27</b>	<b>41</b>	<b>- 26</b>	<b>10</b>	<b>35</b>	<b>77</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Телекоммуникации, Банки**

Мусиенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**ТЭК**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)

Зенкова Елена

[Zenkova\\_EA@mmbank.ru](mailto:Zenkova_EA@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@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.