

Группа «Белон»:

ОБЗОР КОМПАНИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

февраль 2007

Группа «Белон» является крупным российским независимым производителем энергоносителей, промышленных материалов и инновационной продукции. Основанная в 1991 году Группа на сегодняшний день представляет собой одну из наиболее эффективных и динамично развивающихся компаний Кузбасса. Бизнес Группы «Белон» структурирован по четырем основным направлениям деятельности – Уголь, Металл, Строительные материалы и Инновационные продукты.

Группа «Белон» представляет собой образец корпоративной прозрачности и управления. В состав совета директоров входят два независимых директора, курирующие принципиально важные направления деятельности, а с 2003 года Группа готовит консолидированную отчетность по МСФО.

В 2006 году объем добычи угля на предприятиях Группы составил 3 109 тыс. тонн, объем продаж металла вырос до 282 тыс. Тонн, объем производства кирпича возрос до 32 794 тыс. Штук, а производство микросферы увеличилось почти в 2 раза.

В 2006 году компания потратила порядка 3.5 млрд. Рублей на инвестиции в свои угледобывающие предприятия, продолжая готовить к запуску обогатительную фабрику «Листвяжная» и шахту «Косторомовская». К 2010 году на предприятиях Группы «Белон» будет добываться порядка 10 млн. тонн угля.

Некоторое снижение выручки и рентабельность в 2006 году было вызвано конъюнктурой основных рынков присутствия, а также рядом технических причин, связанных с установкой нового оборудования.

Несмотря на увеличение долга, Группа сохранила сбалансированную структуру капитала за счет продажи 13% своих акций западным инвестиционным фондам.

В конце февраля – начале марта 2007 года Группа «Белон» планирует разместить второй облигационный заем на сумму 2 млрд. рублей, доходность которого к 2.5-летней оферте ожидается на уровне 9.50-9.60% годовых.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ О ГРУППЕ «БЕЛОН»

Группа «Белон» является крупным российским независимым производителем энергоносителей, промышленных материалов и инновационной продукции. Основанная в 1991 году Группа на сегодняшний день представляет собой одну из наиболее эффективных и динамично развивающихся компаний Кузбасса.

Бизнес Группы «Белон» структурирован по четырем основным направлениям деятельности – Уголь, Металл, Строительные материалы и Инновационные продукты. Юридически Группа «Белон» структурирована в виде холдинга, где холдинговой компанией, а также основным центром выручки и прибыли является ОАО «Белон».

Основным бенефициаром компании является основатель компании – Добров Андрей Петрович, - которому принадлежит 87% акций. Остальные 13% акций принадлежат западным инвестиционным фондам. В Совете директоров компании присутствуют два независимых директора – Дэвид Пул и Алан Денис Купер, которые курируют направления аудита и бюджета и инвестиционного планирования соответственно.

Подтверждением высоких стандартов корпоративного управления Группы «Белон» является присвоенный ей в июне 2004 года консорциумом «РИД-Эксперт РА» национального рейтинга корпоративного управления (РКУ) на уровне «В+».

В октябре 2005 года РКУ компании был подтвержден на уровне «В+». Данный рейтинг находится на уровне РКУ таких компаний, как ОАО «Центральный телеграф», ОАО «Балтика», ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «Мегафон» и ОАО «Новатэк».

Угольный бизнес Группы «Белон» является основным направлением деятельности Компании и генерирует более половины выручки и до 90% маржинальной прибыли Группы. Угольный бизнес включает в себя два направления, имеющие различные технологические циклы – Энергетические угли и Коксующиеся угли. В то же время бизнес-процесс в обоих направлениях идентичен и включает в себя 3 этапа: добычу, переработку и сбыт.

Согласно оперативным данным, общий объем добытых Группой в 2006 году углей составил 3 109 тыс. тонн, что на 2.5% превысило уровень добычи 2005 года. Объем добычи энергетических углей составил 1.65 млн. тонн, а коксующихся углей – 1.46 млн. тонн. Суммарные запасы энергетических углей, на добычу которых ОАО «Белон», либо его дочерние компании имеют лицензии, составляет 266.4 млн. тонн. Суммарные запасы коксующихся углей оцениваются на уровне 167.2 млн. тонн.

Снижение добычи энергетических углей было вызвано техническими причинами: в течение 4 квартала 2006 года на шахте «Листвяжная» - основном добывающем активе Группы – были осуществлены работы по монтажу и введению в эксплуатацию нового производственного комплекса по добыче угля, в результате чего произошел временной разрыв в процессе добычи угля между демонтажем старой линии и введением в эксплуатацию новой. Новая производственная линия мощностью 2.6 млн. тонн угля в год начала работу в первый числах января 2007 года.

Компания обогащает энергетические угли на сортировочно-обогащительной установке (СОУ) на шахте «Листвяжная», где в настоящий момент ведется строительство обогащительной фабрики (ОФ) «Листвяжная», производимые на которой в дальнейшем сортовые угли будут экспортироваться потребителям в Восточную и Западную Европу.

В течение 2006 года ОАО «Белон» на тендерной основе выбрало генерального подрядчика по строительству ОФ. В прошлом году были проведены работы по подготовке строительной площадки и закладке фундаментов, осуществлена поставка технологической линии по обогащению углей производства компании KHD-Humboldt-Wedag. В настоящий момент ведутся работы по подготовке транспортной инфраструктуры и строительству главного производственного корпуса ОФ. Согласно плану строительства, запуск ОФ планируется осуществить в сентябре 2007 года.

В конце 2007 – начале 2008 года Группа «Белон» планирует запустить шахту «Косторомовская», являющуюся одним из наиболее перспективных предприятий, входящих в Группу, которое будет выпускать высоко востребованный в металлургической промышленности уголь марки «Ж». В 2006 году в развитие шахты было вложено порядка 500 млн. рублей. Кроме того, Группа «Белон» направила порядка 400 млн. рублей на освоение разреза «Новобачатский». Осуществляемые Группой инвестиции в свой угледобывающий бизнес должны позволить к 2009 году довести объем добычи углей до 8 млн. тонн в год, в к 2010 году – до 10 млн. тонн.

Обогащение коксующихся углей производится на ЦОФ «Беловская» и ОФ «Чертинская». В 2006 году суммарный объем переработки коксующихся углей на обогащительных фабриках Группы «Белон» составил 4 389 тыс. тонн, а объем

производства угольного концентрата составил 3.02 млн. тонн. Исходя из данных за 1 полугодие 2006 года, доля Группы «Белон» в общероссийском производстве угольного концентрата составила 7%.

Группа «Белон» реализует энергетические угли преимущественно внутри страны, а основными потребителями являются новосибирская и кемеровская топливные компании, ОАО «Кузбассэнерго», а также предприятия, входящие в Группу «Белон». Порядка 24% производимых Группой «Белон» энергетических углей направляется на экспорт. Угольный концентрат, производимый ОФ, входящими в Группу «Белон», поставляется на крупнейшие российские металлургические предприятия, в том числе НЛМК, ММК и Уральская сталь. Суммарный объем поставок на три вышеуказанные предприятия составляет свыше 90% от общего объема производства.

Показатель	2003	2004	2005	2006
Добыча коксующихся углей, тыс. тонн	794	715	1 046	1 459
Добыча энергетических углей, тыс. тонн	1 778	1 601	1 986	1 650
Переработка коксующихся углей, тыс. тонн	7 594	7 492	6 658	4 389
Выручка* по направлению энергетических углей, млн. руб.	390	419	601	739
Выручка* по направлению угольного концентрата и услугам обогащения, млн. руб.	4 431	6 046	7 426	4 771
Выручка* по угольному направлению всего, млн. руб.	4 821	6 465	8 027	5 510

Источник: ОАО «Белон»

* без учета НДС

Металлотрейдинг является еще одним базовым направлением деятельности Группы «Белон», которая обеспечивает металлопрокатом предприятия угольной отрасли, а также крупнейшие машиностроительные предприятия и строительные организации.

Стратегическим партнером Группы является Новолипецкий металлургический комбинат, ОАО «Белон» – дилер ОАО «НЛМК» по Западной Сибири и Уралу. Постоянными партнерами ОАО «Белон» являются ММК, Евразхолдинг, Уральская Сталь и Мечел, на которые в сумме приходится 96% поставок металлопроката.

Действия Группы «Белон» на российском рынке направлены на обеспечение металлопрокатом предприятий угольной отрасли Кузбасса, а также крупнейших машиностроительных предприятий (завод «Сибстанкоэлектропривод», Красноярский комбайновый завод и др.), газовых («Севергазпром» и др.) и нефтяных компаний страны. Также Группа «Белон» поставляет металлопродукцию для предприятий, производящих оборудование для угольной отрасли. В числе таких предприятий – «Юрмаш», «Анжеромаш», «Красный Октябрь», «Сиб-Дамель-Новомаг».

В настоящий момент региональная сеть компании «Белон» состоит из 15 складских комплексов по продаже металлопродукции в десяти городах России, в том числе в Новосибирске, Иркутске, Кемерово, Омске, Томске, Санкт-Петербурге, Архангельске, Красноярске, Липецке, Москве и Рязани. Группа «Белон» планирует развивать складские площадки до уровня современных металло-сервисных центров и открывать аналогичные комплексы в тех регионах, где есть активный спрос на металлопрокат и металлопродукцию.

В 2006 году объем реализации металлопродукции составил 282 тыс. тонн на общую сумму 4 713 млн. рублей. К 2010 году «Белон» планирует занять 20% рынка металла в Сибирском федеральном округе, увеличив продажи металла до порядка 400 тыс. тонн.

Показатель	2003	2004	2005	2006
Объем продаж металла, тыс. тонн	249	276	266	282
Выручка от продажи металла, млн. руб.	2 482	3 962	4 183	4 713

Источник: ОАО «Белон»

* без учета НДС

Одним из направлений деятельности Группы «Белон» является **производство строительных материалов** – кирпича и щебня. Данное направление бизнеса появилось в Группе «Белон» в 2004 году, в соответствии со стратегией развития компании как комплексного поставщика продукции для различных отраслей экономики.

В 2004 году в Группу компаний «Белон» вошел Ленинск-Кузнецкий завод строительных материалов, выпускающий керамический пустотелый кирпич. Производство кирпича организовано по современным европейским стандартам, а уровень механизации и автоматизации процесса управления производством составляет 95%. Завод оснащен оборудованием ведущих европейских фирм «KELLER» и «HANDLE».

В 2006 году объем реализации кирпича, произведенного Группой «Белон», составил 32 794 тыс. штук, что на 4.4% превышает уровень 2005 года. Объем производства щебня в 2006 году составил 74 тыс. куб. Метров.

Показатель	2003	2004	2005	2006
Объем продажи кирпича, тыс. шт.	-	33 277	32 649	32 794
Выручка от продажи кирпича, млн. руб.	-	106	141	161
Источник: ОАО «Белон» * без учета НДС				

Группа «Белон», помимо развития в традиционных для себя сырьевых направлениях, активно развивает **разработку и производство инновационных продуктов**. Группа «Белон» выпускает микросферу – новый промышленный материал, применяемый в строительстве и нефтяной и газовой промышленности, и гуминовый концентрат – органоминеральное удобрение, которое производится путем переработки окисленных каменных углей, эффективность которого почти в 7 раз превосходит эффективность других известных удобрений. В 2006 году объем производства микросферы увеличился почти в 2 раза по сравнению с 2005 годом, достигнув уровня в 3.09 тыс. тонн.

Показатель	2003	2004	2005	2006
Объем продажи микросферы, тонн	-	212	1 602	3 087
Источник: ОАО «Белон»				

Таким образом, портфель бизнесов Группы «Белон», состоящий из двух основных и двух вспомогательных направлений, представляет собой удачное сочетание профит-центров – угольного направления и металлотрейдинга – и перспективных бизнесов с высокой добавленной стоимостью, успешное развитие которых позволит увеличить стоимость Группы в целом и снизить риски Группы за счет диверсификации вне рамок угольно-металлургического направления.

КРАТКИЙ ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Группа «Белон» с 2003 года готовит аудированную консолидированную отчетность по МСФО, аудит которой осуществляет KPMG. Ниже представлены основные финансовые показатели Группы по МСФО за 2003-2005 гг., а также за 1 полугодие 2006 года:

данные в млн. рублей	2003	2004	2005	1п.2006
Выручка	8 131	10 776	12 664	4 855
Валовая прибыль	2 141	2 657	3 056	1 117
Операционная прибыль	765	1 693	1 540	196
Прибыль до налогообложения	689	1 563	1 410	96
Чистая прибыль	514	1 377	990	35
Операционная рентабельность	9.4%	15.7%	12.2%	4.0%
Чистая рентабельность	6.3%	12.8%	7.8%	0.7%
Активы, в т.ч.	4 689	5 974	9 598	11 768
внеоборотные активы	2 066	2 573	4 823	7 325
Пассивы, в т.ч.	4 689	5 974	9 598	11 768
платный долг	1 084	1 962	3 871	6 279
собственный капитал	1 473	2 854	4 166	4 014
Капитал / активы	31%	48%	43%	34%
Долг / капитал	74%	69%	93%	156%
Выручка / долг	7.50	5.49	3.27	1.55
Долг / операционная прибыль	1.42	1.16	2.51	16.02

Источник: отчетность компании по МСФО

Увеличение показателей долговой нагрузки компании в течение 2003-2005 гг. обусловлено, прежде всего, проводимой инвестиционной программой Группы, которая нацелена на интенсивное развитие действующих бизнесов Группы.

В июле 2006 года ОАО «Белон» - базовая компания Группы – разместила среди российских и иностранных институциональных инвесторов 1.5 млн. своих обыкновенных акций по цене \$38 за акцию, что позволило увеличить свой акционерный капитал на \$57 млн. По результатам размещения капитализация компании составила \$437 млн.

По итогам 9 месяцев 2006 года выручка ОАО «Белон» по РСБУ составила 9.2 млрд. рублей. Снижение выручки и рентабельности ОАО «Белон» стало следствием неблагоприятной ценовой конъюнктуры на основных рынках присутствия и, в частности, на рынке угольного концентрата. Так, цены на данную продукцию в течение года были в среднем на 25% ниже, чем в 2005 году, и только в конце 2006 года

наметилась тенденция к росту цен на данную продукцию. Другим негативным фактором влияния на финансовые показатели компании стало сокращение объема переработки давальческих углей.

Ниже представлены основные показатели финансовой отчетности ОАО «Белон» по РСБУ за 9 месяцев 2006 года:

данные в млн. рублей	9 мес. 2005	9 мес. 2006
Выручка	10 482	9 199
Валовая прибыль	2 462	1 415
Прибыль от продаж	1 716	642
Прибыль до налогообложения	1 556	333
Чистая прибыль	1 169	218
Рентабельность продаж	16.4%	7.0%
Чистая рентабельность	11.2%	2.4%
Активы, в т.ч.	8 820	11 416
внеоборотные активы	1 474	1 738
Пассивы, в т.ч.	8 820	11 416
платный долг	2 257	4 247
собственный капитал	3 963	5 265
Капитал / активы	45%	46%
Долг / капитал	57%	81%

Источник: отчетность компании по РСБУ

В отчетности за 9 месяцев 2006 года отражен эффект от проведенного размещения акций компании, вследствие чего добавочный капитал вырос с 1.52 до 1 441 млн. рублей.

Важно отметить, что негативное влияние на рентабельность компании также оказали существенные инвестиционные расходы, которые за 9 месяцев 2006 года составили порядка 3.5 млрд. рублей. Инвестиции на сумму порядка 2.5 млрд. рублей были профинансированы из заемных источников, что привело к росту кредитного портфеля компании и увеличению процентных платежей.

Тем не менее, осуществляемые в настоящий момент инвестиции проводятся в рамках стратегии развития Группы, направленной на укрепление производственных мощностей. Результатом проводимой инвестиционной программы должен стать ежегодный рост объема добычи коксующихся углей на 22%, а энергетических – на 35%. При этом Группа «Белон» прилагает усилия по добыче и производству высококачественных углей, которые должны быть особенно востребованы металлургическими предприятиями.

Суммарный объем инвестиционной программы Группы «Белон» на 2007 год запланирован на уровне не менее \$150 млн., большая часть из которых будет направлена на завершение строительства ключевых предприятий Группы – ОФ «Листвяжная» и шахты «Косторомовская».

По состоянию на 31 декабря 2006 года суммарный объем кредитного портфеля ОАО «Белон» составлял 4.44 млн. рублей, из которых кредиты и займы на 3.3 млрд. рублей являются необеспеченными, кредиты на 254 млн. рублей обеспечены гарантией Euler-Hermes, по кредитам на 600 млн. рублей предоставлено поручительство третьих лиц, а кредиты на 297 млн. рублей обеспечены остатками товаров на складах.

Крупнейшим кредитором ОАО «Белон» являются Группа ВТБ (35% кредитного портфеля) и Райффайзенбанк (15%). 34% кредитного портфеля компании сформировано за счет размещенного в июне 2006 года облигационного займа объемом 1.5 млрд. рублей.

Таким образом, финансовые показатели Группы «Белон» в течение 2006 года несколько ухудшились в силу неблагоприятной конъюнктуры на рынке углей и угольного концентрата, а также в силу проведенных компанией существенных капитальных вложений. В то же время, проводимые инвестиции позволяют Группе уже в течение 2007 года запустить ряд ключевых предприятий, которые должны обеспечить значительные темпы прироста добычи и производства сырья в долгосрочной перспективе.

При этом Группы «Белон» эффективно использует возможности привлечения средств на рынках капитала, как долгового, так и акционерного, что позволяет сохранять сбалансированную структуру капитала и умеренную долговую нагрузку.

СТРУКТУРА ВЫПУСКА И ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ

В конце февраля – начале марта 2007 года Группа «Белон» планирует начать размещение второго облигационного займа, основные параметры которого представлены ниже:

Параметры облигационного займа ООО «Белон-Финанс»	
Эмитент	ООО «Белон-Финанс»
Поручитель	ОАО «Белон»
Объем выпуска	2 000 000 000 рублей
Срок обращения	5 лет (1 820 дней)
Купонный период	6 месяцев (182 дня)
Оферта	2.5 года, 100% от номинала
Депозитарий и платежный агент	НДЦ
Организатор	ВТБ

Средства от размещения второго облигационного займа будут направлены на рефинансирование долга и реализацию инвестиционной программы Группы «Белон» в равных пропорциях.

Ранее, в начале июня 2006 года, Группа «Белон» дебютировала на рынке рублевых облигаций, разместив первый выпуск на 1.5 млрд. рублей. Трехлетние облигации размещались без использования оферты. Ставка купона при размещении составила 9.10% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 9.31% годовых. Важно отметить, что общий спрос на облигации на аукционе составил 3.254 млн. рублей, что 2.2 раза превысило объем выпуска.

В силу относительно невысокого объема выпуска облигации Белон-Финанс-1 не отличаются исключительной ликвидностью, однако сделки с ними совершаются регулярно. Так, в течение последнего торгового месяца среднесуточный объем торгов по бумаге составил порядка 19 млн. рублей, что позволяет рассматривать выпуск в качестве бенчмарка при оценке справедливой доходности второго облигационного займа Группы.

Средний уровень спреда облигаций Белон-Финанс-1 к кривой доходности ОФЗ в течение последнего месяца составил 315 б.п. С учетом текущего уровня ставок по 2.5-летним ОФЗ на уровне 6.15% годовых, доходность на уровне 9.30% годовых является базовой при оценке справедливой доходности к погашению облигаций Белон-Финанс-2.

С нашей точки зрения некоторое ухудшение финансовых показателей компании в 2006 году, обусловленное изменением ценовой конъюнктуры на основных рынках присутствия Группы «Белон», компенсируется успешно проведенным размещением 13% акций ОАО «Белон», что улучшает показатели структуры капитала и долговой нагрузки, а также обеспечивает компанию капиталом для дальнейшего развития бизнеса. Кроме того, наблюдавшаяся в 2005 – начале 2006 гг. негативная ценовая тенденция на рынке металла, во втором квартале 2006 изменилась в связи с ростом спроса на металл со стороны строительной отрасли, что не только позволило компании увеличить выручку по данному направлению, но и в среднесрочной перспективе будет способствовать улучшению ценовой конъюнктуры на рынках коксующихся углей и угольного концентрата.

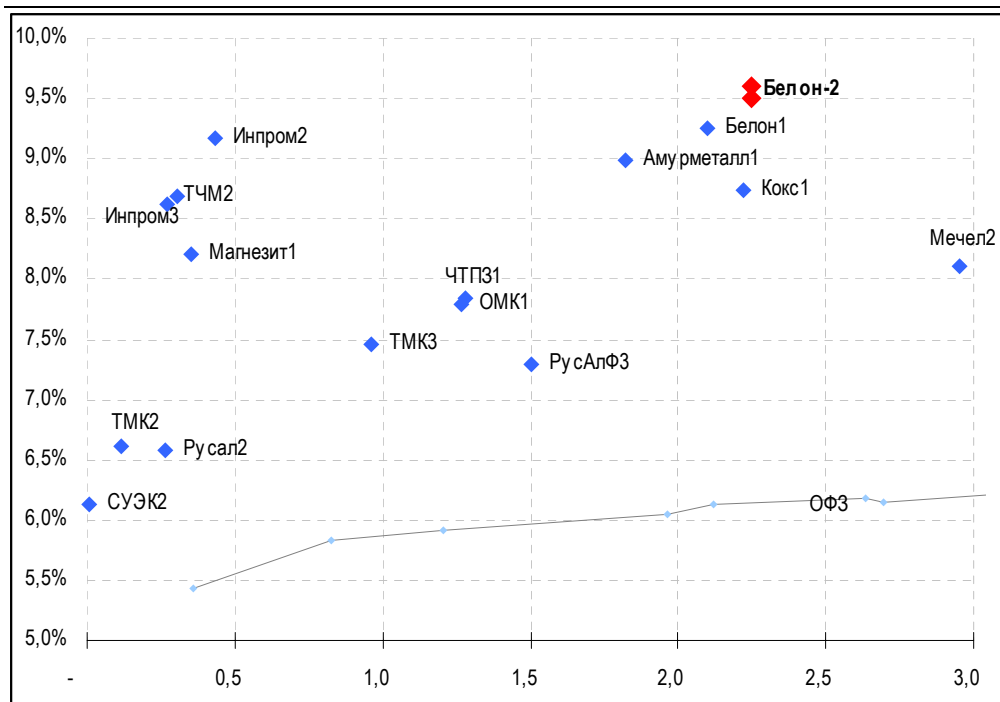
Мы считаем, что спред обращающегося выпуска Белон-Финанс-1 отражает указанные выше факторы и является справедливой премией за кредитный риск Группы «Белон».

При размещении выпуска инвесторы также могут требовать премию ко вторичному рынку, размер которой, учитывая наличие оферты срочностью 2.5 года, может составить 20-30 б.п.

С учетом премии ко вторичному рынку, **мы оцениваем справедливую доходность облигаций Белон-Финанс-2 на уровне 9.50-9.60% годовых, что соответствует ставке купона на уровне 9.28-9.38% годовых.**

Ниже представлено позиционирование облигаций Белон-Финанс-2 на рынке рублевых облигаций:

Позиционирование облигационного займа Группы «Белон»



Источник: ВТБ

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

СЛУЖБА ПРОДАЖ И КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ ВТБ

Кирилл Зарезов, руководитель службы.

Тел. +7-495-775-70-21. Email: zarezov@vtb.ru.

Тимур Быков, заместитель руководителя службы.

Тел. +7-495-775-70-26. Email: tbikov@vtb.ru.

Сергей Харлампович.

Тел. +7-495-775-70-25. Email: kharlampovich@vtb.ru.

СИНДИКАЦИЯ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Алексей Лушин

Тел. +7-495-775-71-13. Email: lushin@vtb.ru.

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые ВТБ считает надежными, ВТБ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. ВТБ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

ВТБ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур ВТБ по избежанию конфликтов интересов). ВТБ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, ВТБ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). ВТБ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© ВТБ, 2007. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью ВТБ. Без письменного разрешения ВТБ запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: +7-495-775-70-21
