

### НЕВПЕЧАТЛЯЮЩИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НЕЯСНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

#### Финансовые результаты по итогам 2011 г. по МСФО

**ЕБИТДА ниже консенсус-прогноза на 6%.** В пятницу после закрытия рынка Распадская опубликовала слабые финансовые результаты за 2 п/г и весь 2011 г. по МСФО. Выручка компании сократилась на 8% (*здесь и далее – относительно предыдущего полугодия*) до 349 млн долл. и оказалась на уровне консенсус-прогноза, а ЕБИТДА упала на 20% до 144 млн долл., что соответствует нашему прогнозу, но на 6% ниже консенсусного прогноза Интерфакса. Таким образом, рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 6 п.п. до рекордного минимума 41%. Чистая прибыль компании составила 37 млн долл. (-63%) вследствие разовых статей. Мы считаем обнародованные результаты умеренно негативными для кредитного качества эмитента. Телефонную конференцию для инвесторов менеджмент Распадской на этот раз не планирует.

**Неприятный сюрприз в части затрат.** Основной причиной слабых показателей компании в отчетном периоде стал более высокий, чем прогнозировалось, уровень денежных затрат, который отчасти был обусловлен сокращением объемов добычи угля, что, в свою очередь, в основном стало следствием неполного восстановления Распадской. Во 2 п/г 2011 г. себестоимость производства одной тонны угольного концентрата осталась на уровне 50 долл./т. С вводом в эксплуатацию дополнительных доменных печей и с ростом производства менеджмент компании ожидает, что рублевые издержки, связанные с производством одной тонны угольного концентрата, снизятся.

**Производственные результаты за январь-февраль 2012 г. вызвали разочарование. Значительный риск понижения производственных прогнозов на 2012 г.** Важно отметить, что в пятницу ЦДУ-ТЭК обнародовало производственные показатели российских угледобывающих компаний за февраль 2012 г. Мы отмечаем крайне низкие объемы производства Распадской в отчетном периоде, составившие 553 тыс. т коксующегося угля в феврале и 1,1 млн т по итогам первых двух месяцев года. Напомним, что прогноз компании на 1 кв. 2012 г. равен 2,35 млн т, что предполагает среднемесячные объемы производства на уровне 783 тыс. т. Исходя из текущих показателей, в 1 кв. 2012 г. совокупный объем производства компании может составить лишь 1,67 млн т, что на 30% ниже прогноза. Мы также отмечаем значительный риск понижения производственного прогноза на 2012 г., равного 10,5 млн т. (8,5 млн т. согласно нашей оценке). Мы считаем восстановление производства в 2012 г. наиболее значимым фактором для компании, а руководство Распадской, вероятно, вновь не сможет сдержать обещаний, что ставит под вопрос возможность повышения производственных объемов на поврежденной шахте до уровня, предшествовавшего аварии.

#### Обращающиеся выпуски

RASPAD (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн долл.	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Raspadskaya '12	300	7,50	22 май 12	3,91

*Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа*

#### Ключевые финансовые показатели Распадской

МСФО, млн долл.				
	2009	2010	1 п/г 2011	2011
Выручка	497	706	377	726
Валовая прибыль	233	380	199	367
ЕБИТДА	255	338	179	324
Чистая прибыль	117	244	99	136
Чистый долг	303	146	50	45
Долг	332	311	307	305
Капитал	1 275	1 504	1 733	1 062
Активы	1 850	2 075	2 335	1 978
Валовая рентаб., %	49,5	55,6	54,1	50,6
Рентаб. по ЕБИТДА, %	47,8	42,5	47,5	44,6
Долг/ЕБИТДА	1,4	1,0	1,1	0,9
Чистый долг/ЕБИТДА	1,3	0,5	0,2	0,1
Акц. капитал/Активы	2,7	3,1	0,7	0,5
Акц. капитал/Долг	3,8	4,8	5,6	3,5
Кэфф. тек. ликв.	3,6	6,4	1,6	0,6
Доля кратк. долга, %	8,6	2,1	98,6	99,6
Опер. ден. поток	221,7	307,9	159,6	232,7
Инв. ден. поток	(210)	(129)	(67)	(44)
Фин. ден. поток	(50)	(43)	(16)	(164)
Капзатраты	(153)	(138)	(78)	(144)
Своб. денеж. поток	69	170	81	88
ОДП/Капзатраты	1,4	2,2	2,0	1,6

*Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа*

**Генерируемых денежных потоков пока достаточно для покрытия капзатрат.** В 2011 г. операционный денежный поток год к году сократился на 24% до 233 млн долл. (73 млн долл. по итогам 2п/г 2011 г.). Несмотря на столь существенное снижение, данные средства в полной мере покрыли потребности компании в капитальных затратах (144 млн долл.), необходимых для поддержания и развития производственных мощностей. Согласно пресс-релизу компании, основная часть капзатрат – 91 млн долл. – пришлась на шахту «Распадская». Напомним, что совокупные затраты на восстановление шахты оцениваются в 280 млн долл., из которых порядка 184 млн долл. уже было инвестировано в 2010–2011 гг. Мы полагаем, что Распадская в состоянии самостоятельно профинансировать запланированные капитальные расходы – за счет собственного операционного денежного потока, а при необходимости инвестпрограмма вполне может быть скорректирована с учетом рыночной конъюнктуры.

**Компания обеспечила необходимый источник рефинансирования.** Совокупный долг Распадской на конец 2011 г. составил 305 млн долл. и был практически полностью сформирован выпуском еврооблигаций RASPAD'12, срок погашения которого наступает в мае текущего года. В связи с необходимостью оплатить проведенный в январе выкуп акций на сумму 400 млн долл. (11,9 млрд руб.) при наличии на балансе ликвидных средств объемом лишь 260 млн долл. в виде денежных средств (180 млн долл.) и краткосрочных депозитов (80 млн долл.) менеджмент Распадской уже заявил о намерении рефинансировать текущую краткосрочную задолженность. Не так давно стало известно, что Сбербанк открыл Распадской невозобновляемую кредитную линию в размере 300 млн долл. сроком на два года (период и условия выборки не известны), а Райффайзенбанк предоставил кредит на сумму 150 млн долл. для обеспечения текущей деятельности. Напомним, что еще в феврале компания не исключала возможности размещения в апреле 2012 г. нового выпуска евробондов на сумму 300–500 млн долл. Учитывая необходимость оплаты выкупа акций, а также рефинансирования краткосрочного долга, мы полагаем, что Распадская воспользуется наиболее выгодным источником привлечения денежных средств в зависимости от рыночных условий и не будет резко увеличивать сумму заимствований в нынешнем году. Принимая во внимание значительный операционный денежный поток, вполне посильный для компании размер капитальных затрат и фактическое отсутствие у нее обязательств, а также видимых причин для привлечения дополнительного долга, мы полагаем, что Распадской удастся сохранить финансовую устойчивость в среднесрочной перспективе.

**Единственный бонд RASPAD'12 погашается во 2к 2012 г.** Опубликованные результаты Распадской, как и ожидалось, слабые, однако кредитное качество компании остается стабильным. Благоприятная конъюнктура, сохраняющаяся на сырьевых рынках в последние несколько лет, обеспечила Распадской определенный запас прочности. Среди факторов, оказывающих дополнительную поддержку кредитному качеству компании, мы выделяем ее устойчивые позиции в отрасли, консервативную долговую политику, проводящуюся в последние несколько лет, а также постепенное восстановление экспортных поставок, которые направляются преимущественно в Азию, где цены на угольную продукцию традиционно выше. Единственный выпуск еврооблигаций компании RASPAD'12 погашается в мае нынешнего года, однако мы не исключаем, что при сохранении благоприятных условий Распадская вновь может выйти на рынок долгового капитала.

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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 2012