

### НЕ БЕЗ ЛОЖКИ ДЕГТЯ

#### Компания отчиталась за I п/г 2011 г.

##### Компания представила сильные финансовые результаты.

В среду СУЭК представил неаудированные результаты по МСФО за I п/г 2011 г., в которых впервые отражен эффект от деконсолидации энергетических активов. Так, выручка компании за первые 6 мес. увеличилась на 26,5% год к году до 82,15 млрд руб., показатель EBITDA вырос на 53,7% до 26 млрд руб. Рентабельность по итогам полугодия составила 31,7%, что выше соответствующего прошлогоднего показателя 26,1%. Рост рентабельности во многом объясняется деконсолидацией менее прибыльных энергоактивов, а также благоприятной конъюнктурой на рынке энергетических углей. Чистая прибыль компании увеличилась более чем в 3,4 раза до 18,89 млрд руб.

**Способ деконсолидации энергоактивов – фактор, заслуживающий внимания держателей облигаций.** За последние шесть месяцев совокупный долг компании сократился на 7,2% до 79,97 млрд руб., а чистый долг – на 5,4% до 73,74 млрд руб. Однако деконсолидация энергетических активов существенно осложнила сравнение балансовых показателей. Так, согласно данным отчетности, на долю выбывших активов приходилось порядка 8,83 млрд руб. долга, что, по сути, означает, что без учета этого фактора совокупный долг даже увеличился на 2,61 млрд руб. Коэффициент Чистый долг/EBITDA снизился с 2,4 на конец 2010 г. до 1,76. Большого внимания заслуживает рост доли краткосрочной задолженности – с 20% до 37%, причем по большей части увеличение показателя обусловлено привлечением кредитов от оффшорных компаний, которые, судя по всему, аффилированы с акционерами СУЭКа. В частности, три оффшора в совокупности предоставили СУЭКу 13,78 млрд руб., при этом уже в текущем году компании предстоит погасить 9,83 млрд руб. из них. По всей видимости, финансирование было предоставлено на выкуп собственных акций у материнской компании, на что СУЭК потратил 28,24 млрд руб. Как сообщал ранее «Коммерсант», причиной выкупа акций является деконсолидация энергоактивов – таким образом СУЭК предоставил акционерам средства на их приобретение. Примечательно, что, по данным того же «Коммерсанта» (официального подтверждения от компании нет), выкупленные у акционеров акции в дальнейшем будут погашены. В результате выделения энергетических активов капитал СУЭКа, согласно отчетности, уменьшился на 35,9 млрд руб., а в структуре фондирования произошло смещение в сторону долгового финансирования. Все это оставляет негативный осадок, как по причине уменьшения доли капитала в активах (с 33% до 17% за полугодие), так и в силу несоответствия этой практики наилучшим стандартам корпоративного управления.

##### Ключевые показатели СУЭКа

| МСФО, млн руб.           | 1 п/г 10 | 2010     | 1 п/г 11 |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| Выручка                  | 64 951   | 165 244  | 82 145   |
| Валовая прибыль          | 12 467   | 24 875   | 22 623   |
| ЕБИТДА                   | 16 932   | 32 779   | 26 032   |
| Чистая прибыль           | 5 611    | 9 052    | 18 888   |
| Краткосрочный долг       | 41 735   | 17 302   | 29 580   |
| Долгосрочный долг        | 48 325   | 68 890   | 50 393   |
| Чистый долг              | 80 299   | 77 935   | 73 737   |
| Долг                     | 90 060   | 86 192   | 79 973   |
| Капитал                  | 69 821   | 69 625   | 23 569   |
| Активы                   | 210 375  | 212 972  | 134 899  |
| Операц. рентаб.          | 19,2     | 15,1     | 27,5     |
| Рентаб. по EBITDA, %     | 26,1     | 19,8     | 31,7     |
| Долг / EBITDA            | 2,9      | 2,6      | 1,9      |
| Чистый долг / EBITDA     | 2,9      | 2,4      | 1,8      |
| Акц. капитал / Активы    | 0,33     | 0,33     | 0,17     |
| Акц. капитал / Долг      | 0,78     | 0,81     | 0,29     |
| Доля краткоср. долга, %  | 46,34    | 20,07    | 37,0     |
| ОДП                      | 9 734    | 21 232   | 6 998    |
| Ден. поток от инв. деят. | (588)    | (10 668) | (8 512)  |
| Ден. поток от фин. деят. | (12 850) | (15 548) | (442)    |
| Капзатраты               | (7 098)  | (19 213) | (8 698)  |

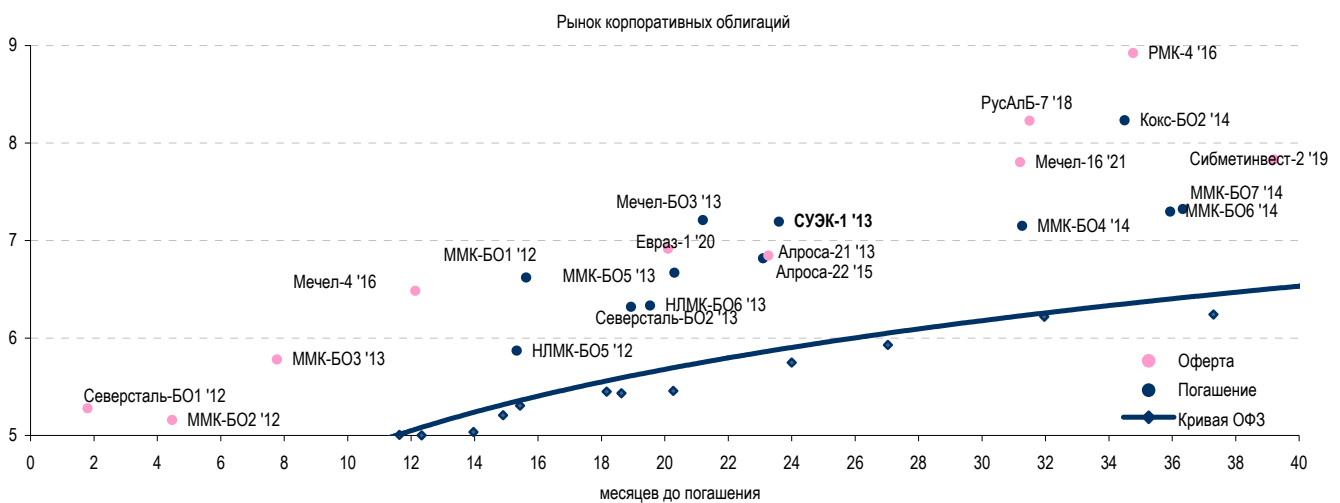
Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

**Прояснились причины возможного привлечения экспортного кредита на 1,5 млрд долл.** Мы уже писали, что СУЭК ведет переговоры с крупными банками о привлечении экспортного кредита на сумму до 1,5 млрд долл. Сообщается, что компания пытается привлечь финансирование с премией не выше 250 б.п. к LIBOR. Ранее СУЭК заявляла о намерении разместить евробонды и провести IPO, однако пока эти события не произошли (в настоящий момент не исключено, что IPO состоится осенью, а исходя из условий вышеуказанной сделки по выкупу акций компания оценивается примерно в 8 млрд долл.). После публикации отчетности за I п/г цели привлечения финансирования становятся более понятными – средства, вероятно, будут направлены на рефинансирование краткосрочных кредитов, основную часть которых предоставили, как упоминалось выше, структуры, которые, по нашему мнению, близки к акционерам СУЭКа. Также из отчетности следует, что уже после отчетной даты (в июле) компания полностью погасила кредиты ВТБ и ЕАБР общим объемом 5,91 млрд руб., по-видимому, израсходовав на эти цели значительную долю денежных средств, имевшихся у нее на балансе.

**Облигации оценены справедливо, существует отложенный потенциал сужения спреда.** В Daily от 1 августа мы писали, что считаем текущую оценку облигаций СУЭКа (в обращении находится единственный выпуск СУЭК Финанс-1 с дюрацией 1,80 года и YTM 7,15%) справедливой, однако отмечали сохраняющийся отложенный потенциал сужения спреда (в настоящий момент спред к ОФЗ составляет около 140 б.п.). Ранее агентство Moody's заявляло, что в случае, если компании удастся удерживать долговую нагрузку по коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА ниже 3, ее рейтинг может быть повышен. В этом случае могло бы сократиться отставание бумаг СУЭКа в спреде от облигаций Алросы, которое на текущий момент составляет 30–35 б.п., а разница в рейтингах – как раз одну ступень. Инвесторам не стоит сбрасывать со счетов отмеченные выше негативные моменты, связанные с деконсолидацией части активов, однако мы считаем, что при текущей рыночной конъюнктуре они не окажут резко отрицательного влияния на бонды компании, особенно принимая во внимание улучшение ее кредитных метрик и отсутствие прямого воздействия на способность СУЭКа обслуживать долг.

### В среднесрочной перспективе спред к Алросе может быть нивелирован

Рублевые облигации компаний металлургического сектора на 03.08.2011



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

# 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

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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, myrsikovann@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@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

### 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

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

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

### Банки

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

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@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  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 2011