

### БЕЗ СЮРПРИЗОВ

## Финансовые результаты за 2011 г. по МСФО

**Хорошие финансовые показатели по итогам года.** Крупнейшая угольная компания СУЭК опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., отразившую стабильный рост выручки, восстановление рентабельности и улучшение кредитных метрик по итогам года. Кроме того, при сопоставлении отчетности с результатами 2010 г. отметим негативный эффект деконсолидации энергетического бизнеса в 1 кв. 2011 г., которая привела к существенному снижению капитала и изменению структуры пассивов. Выручка компании по итогам года увеличилась на 27% до 167 млрд руб. Основными факторами роста показателя стали как благоприятная ценовая конъюнктура, так и увеличение доли экспорта и изменение его структуры в пользу азиатского рынка, где цены реализации в среднем втрое выше внутрироссийских. Показатель EBITDA, в свою очередь, вырос на 47% год к году до 51 млрд руб., а деконсолидация менее прибыльных активов и контроль над затратами позволили компании повысить рентабельность бизнеса до 31%, что на 4 п.п. выше уровня 2010 г.

**Кредитный профиль остается стабильным, структура портфеля имеет долгосрочный характер.** До недавнего времени среди основных финансовых рисков компании мы выделяли существенный рост доли краткосрочной задолженности, а также возможный рост долговой нагрузки на фоне привлечения новых заимствований в 4 кв. 2011 г. По итогам 2 п/г 2011 г. совокупный долг компании возрос на 19% до 95 млрд руб. (+10% с начала года), однако благодаря значительному росту операционной прибыли значения коэффициентов долговой нагрузки Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA остались на уровне 1 п/г 2011 г. – 1,9 и 1,8 соответственно. Увеличение долга по большей части было обусловлено привлечением долгосрочного синдицированного кредита на сумму 1,3 млрд долл. (41 млрд руб.), что позволило рефинансировать часть краткосрочной задолженности (на сумму 14 млрд руб.), которая, как мы понимаем, представляла собой обязательства перед компаниями, близкими к акционерам СУЭКа. Таким образом, структура портфеля значительно улучшилась – в результате изменения параметров долга доля краткосрочной задолженности на конец 2011 г. снизилась до 10%, тогда как еще на конец 1 п/г 2011 г. она составляла 37%. Согласно графику погашения в течение 2012 г. СУЭКу необходимо погасить/рефинансировать не более 10 млрд руб., а ближайшие существенные выплаты ожидаются не ранее 2015 г. За прошедший год капзатраты СУЭКа составили порядка 27 млрд руб. – основную часть этих средств компания направила на модернизацию угольного бизнеса, в том числе на развитие транспортной инфраструктуры, – и по большей части были профинансированы из операционного денежного потока (23 млрд руб.). Мы не ожидаем существенного увеличения инвестпрограммы СУЭКа в 2012 г. и полагаем, что она будет профинансирована за счет собственных средств компании, таким образом, у компании, на наш взгляд, сейчас нет необходимости привлекать новые заимствования и увеличивать долговую нагрузку.

**Изменение структуры фондирования.** Мы вновь отмечаем изменившуюся структуру пассивов СУЭКа: после выкупа компании собственных акций у материнской структуры (нынешних акционеров), а также выделения энергетического бизнеса капитал значительно сократился – на 53 млрд руб., а отношение Совокупный капитал/Активы снизилось до

### Обращающиеся выпуски

#### SUEK(Bloomberg)

Выпуск	Валюта	Объем, млн	Оф/Пог	Купон %	Дох-ть %
СУЭК Финанс-1	RUR	10 000	10.07.2013	9,35	8,45

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

### Ключевые показатели СУЭКа

МСФО, млн руб.	2010		2011	
	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	2011
Выручка	64 951	131 200	82 145	167 013
Валовая прибыль	12 467	24 682	22 623	44 128
EBITDA	16 932	34 902	26 032	51 183
Чистая прибыль	5 611	9 052	18 888	24 866
Краткосрочный долг	41 735	17 302	29 580	9 860
Долгосрочный долг	48 325	68 890	50 393	85 345
Чистый долг	80 299	77 935	73 737	91 407
Долг	90 060	86 192	79 973	95 205
Капитал	69 821	69 625	23 569	16 455
Активы	210 375	212 972	134 899	154 948
Операц. рентаб.	19	19	28	26
Рентаб. по EBITDA, %	26	27	32	31
Долг / EBITDA	2,9	2,5	1,9	1,9
Чистый долг / EBITDA	2,9	2,2	1,8	1,8
Акц. капитал / Активы	0,3	0,3	0,2	0,1
Акц. капитал / Долг	0,8	0,8	0,3	0,2
Доля краткоср. долга, %	46	20	37	10
Операц. ден. поток	9 734	21 232	6 998	23 924
Ден. поток от инв. деят.	(588)	(10 668)	(8 512)	(30 357)
Ден. поток от фин. деят.	(12 850)	(15 548)	(442)	1 738
Капзатраты	(7 098)	(19 213)	(8 698)	(26 762)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

11% против 33% на конец 2010 г., что в целом не угрожает кредитному профилю эмитента на данный момент, однако для инвесторов это скорее является негативным моментом.

**Позитивный прогноз на 2012 г.** Мы сохраняем оптимистический прогноз цен на энергетический уголь на фоне стремительного роста экспорта в Китай и Индию, а также ожидающегося восстановления спроса со стороны Японии после снижения, вызванного землетрясением. В отличие от коксующегося угля цены на энергетические сорта, по нашей оценке, скорее всего, удержатся на высоком уровне ввиду дефицита на мировом рынке. В 2011 г. цены на энергетический уголь на внутреннем рынке выросли на 25–30% и в 2012 г., по нашему прогнозу, прибавят еще 7%. В то же время экспортные цены в текущем году, как мы полагаем, останутся на уровне 125–130 долл./т. Сохранение высокого спроса на энергетический уголь на международном рынке позволяет нам рассчитывать на дальнейшее повышение устойчивости кредитного профиля эмитента, дополнительными факторами поддержки которого, по нашему мнению, являются комфортный график погашений и отсутствие необходимости в крупных заимствованиях в краткосрочной перспективе. Среди основных рисков стоит выделить цикличность угольной отрасли, а также рост тарифов на железнодорожные перевозки – основные статьи затрат в себестоимости при доставке грузов до внутренних потребителей, а также до портов (в рамках поставок на внешние рынки).

**Облигации оценены справедливо.** На сегодняшний день единственный выпуск компании СУЭК Финанс-1 (УТР 8,45% @ июль 2013 г.) торгуется со спредом к кривой ОФЗ в размере 190 б.п. и премией к бумагам АЛРОСА в 30–40 б.п. при сопоставимой дюрации, что мы считаем вполне справедливым. Дальнейший потенциал сужения спреда бумаг эмитента ограничен, а движение котировок в среднесрочной перспективе, на наш взгляд, будет определяться общим настроением на рынке.

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Стратегия

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

### Нефть и газ

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

### Макроэкономика

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

### Электроэнергетика

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

### Банки

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

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Анализ рыночных данных

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

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dneprovskata@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

## Редакционная группа

### Английский язык

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

### Русский язык

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

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

## Управление продаж

### Москва

+7 (495) 788 0888

### Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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