

### НЕПЛОХИЕ ПОКАЗАТЕЛИ, НО ОБЛИГАЦИИ НЕ ИНТЕРЕСНЫ

#### Отчетность по МСФО за 4 кв. и 2011 г.

**Ожидаемо ровные показатели.** Вчера Мосэнерго опубликовало результаты за 4 кв. и весь 2011 г., которые в целом оказались в рамках ожиданий. Под влиянием сезонных факторов выручка в отчетном квартале возросла на 104% квартал к кварталу и оказалась практически на уровне 4 кв. 2010 г., составив 47,8 млрд руб. По итогам всего года выручка Мосэнерго увеличилась на 11% до 161,1 млрд руб., практически совпав с прогнозами компании, благодаря как увеличению реализации электроэнергии на 6% год к году, так и росту тарифов в среднем на 17%. В то же время отпуск тепловой энергии, из-за повышения средней температуры в отопительный сезон, в прошлом году снизился на 5%.

**Слабый квартал с точки зрения операционной эффективности.** В 4 кв. 2011 г. EBITDA сократилась на 14% год к году и составила 7,2 млрд руб., что в основном произошло вследствие неспособности компании снижать переменные расходы темпами, соответствующими уменьшению доходов. К примеру, при практически не изменившейся выручке материальные затраты выросли на 4% до 26,6 млрд руб. При этом больше всего увеличились расходы на закупку топлива – на 12%. Также достаточно высокими темпами росли и расходы на персонал, а также затраты на оплату работы поставщиков. На этом фоне рентабельность по EBITDA в отчетном квартале опустилась до 15% по сравнению с 17% в 4 кв. 2010 г. По итогам всего 2011 г. ситуация выглядит несколько лучше – EBITDA поднялась на 19% до 23,9 млрд руб., а рентабельность по ней составила 15% (14% в 2010 г.). Чистая прибыль в 4 кв. 2011 г., как и ожидалось, снизилась – на 81% относительно уровня годичной давности и составила 2,1 млрд руб., хотя по итогам всего года данный показатель вырос на 11% до 9,9 млрд руб.

**Свободный денежный поток в отрицательной зоне.** Операционный денежный поток за октябрь–декабрь сократился на 6% квартал к кварталу и на 21% год к году до 6,3 млрд руб., а по итогам всего 2011 г. – на 27% до 16,6 млрд руб. Основной причиной стал резкий рост торговой дебиторской задолженности (на 35% до 21,4 млрд руб.) и, как следствие, оборотного капитала. На фоне значительного увеличения капвложений в прошлом году – более чем в два раза до 17,2 млрд руб., – свободный денежный поток впервые после кризиса вышел в отрицательную зону. Учитывая планы руководства по расширению инвестиционной программы (до 28 млрд в 2012 г.), свободный денежный поток в ближайшие годы так и останется негативным, особенно если компания не сократит оборотный капитал. Тем не менее долговая нагрузка Мосэнерго находится на комфортном уровне, и у компании есть возможность привлекать внешнее финансирование без угрозы кредитному качеству. Так, на конец 2011 г. отношение Долг/EBITDA составляло около 0,7. А с учетом запаса денежных средств в размере 25,6 млрд руб. чистый долг был и вовсе отрицательным.

#### Обращающиеся выпуски

MSNGRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мосэнерго-3	5 000 R	10,25	6 дек 12	7,26
Мосэнерго-2	5 000 R	1,00	21 фев 13	8,47

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели

Мосэнерго по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	2011
Выручка	113	145	161
EBITDA	14	20	24
Чистая прибыль	2	9	10
Рентабельность EBITDA, %	12	14	15
Чист. рентабельность, %	1	6	6
Опер. денеж. поток	12	23	17
Кап.вложения	(12)	(7)	(17)
Основные средства	187	178	185
Денежные средства	2	28	26
Дебит. задолженность	23	21	27
Долгосрочные займы	17	13	10
Краткосрочные займы	2	5	5
Собственный капитал	186	192	200
Активы	250	256	262
Долг, в т.ч.:	19	18	16
краткосрочные займы	2	5	5
долгосрочные займы	17	13	10
Чистый долг	16	(11)	(10)
Краткосроч. займы/Долг	0,1	0,3	0,3
Долг/EBITDA	1,4	0,9	0,7
Чистый долг / EBITDA	1,2	(0,5)	(0,4)
EBITDA/Проценты к уплате	5,6	8,2	9,8
Капитал/Активы	0,7	0,8	0,8

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Неплохие показатели, но облигации не интересны

**Нейтрально для облигаций, бумаги не интересны.** Сейчас в обращении находятся два выпуска эмитента. При этом Мосэнерго 02, прошедший оферту в феврале текущего года, практически неликвиден. А Мосэнерго 03 (УТР 7,25%) торгуется с премией к кривой ФСК ЕЭС (Ваа2/ВВВ) порядка 30 б.п., что, на наш взгляд, является вполне справедливым уровнем и не представляет потенциала для роста котировок.

### Кредитное качество остается высоким, но из-за больших капложений долг будет расти

Ключевые финансовые показатели Мосэнерго по МСФО за 4 кв. 2011 г., млрд руб.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	2011	4 кв.11/ 3 кв.11, %	4 кв.11/ 4 кв.10, %	2011/ 2010, %
Выручка								
ЕБИТДА	8,4	20,0	1,2	7,2	23,9	513,8	(14,1)	19,4
Чистая прибыль	5,5	8,9	(0,1)	2,1	9,9	(2 185,3)	(61,2)	11,4
Рентабельность ЕБИТДА, %	17,5	13,8	5,0	15,1	14,9	201,2	(14,1)	7,7
Чистая рентабельность, %	11,5	6,1	(0,4)	4,5	6,1	(1 123,4)	(61,2)	0,5
Опер. денеж. поток	8,0	22,7	6,7	6,3	16,6	(6,1)	(20,7)	(27,1)
Кап.вложения	(3,1)	(6,9)	(8,1)	(4,4)	(17,2)	(45,4)	39,9	148,1
Основные средства		178,2			185,3			4,0
Денежные средства		28,3			25,6			(9,7)
Дебиторская задолженность		21,1			27,2			28,5
Долгосрочные займы		12,6			10,2			(18,6)
Краткосрочные займы		5,0			5,4			7,6
Собственный капитал		192,0			200,0			4,2
Активы		255,7			262,4			2,6
Долг, в т.ч.:		17,5			15,6			(11,2)
краткосрочные займы		5,0			5,4			7,6
долгосрочные займы		12,6			10,2			(18,6)
Чистый долг		(10,8)			(10,0)			(7,4)
Краткосрочные займы/Долг		0,3			0,3			
Долг/ЕБИТДА		0,9			0,7			
Чистый долг/ЕБИТДА		(0,5)			(0,4)			
ЕБИТДА/Проценты к уплате	3,4	8,2	0,5	2,9	9,8			
Капитал /Активы		0,8			0,8			

Источники: отчетность компании, оценка 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

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, kondratievds@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, degtyarevwm@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,  
Тимоthy 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 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