



# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



СУЭК (Ваэ/--): первичное предложение.

## СУЭК (Ваэ/--): первичное предложение.

После успешного размещения бондов НЛМК и ММК на первичный рынок решил выйти СУЭК. Группа вполне может добиться неплохих результатов, учитывая устойчивый кредитный профиль, даже несмотря на слабую конъюнктуру рынка угля. Мы считаем, что облигации СУЭК должны предлагать премию к бумагам металлургов, интерес может представлять доходность у верхней границы индикатива – 8,9-9,0% годовых к 3-летней оферте.

**СУЭК-Финанс**  
 7-8 августа проведет  
 book-building облигации  
 серии 05 на 10 млрд руб.  
 УТМ 8,78-8,99% годовых к  
 3-летней оферте

**Комментарий.** ООО «СУЭК-Финанс» планирует 7-8 августа провести book-building по 10-летним облигациям серии 05 объемом 10 млрд руб. Индикативная ставка 1 купона установлена в размере 8,6-8,8% годовых, что соответствует доходности 8,78-8,99% годовых к 3-летней оферте. Поручителем по выпуску выступает ОАО «СУЭК». Размещение на ММВБ предварительно запланировано на 12 августа.

Отметим, что у СУЭК в обращении находится один выпуск облигаций СУЭК-Финанс серии 01 объемом 10 млрд руб. и эмитент известен рынку. Тем не менее, вкратце напомним о состоянии кредитного профиля компании, что довольно актуально в свете слабой конъюнктуры на рынке угля.

Основным акционером Группы СУЭК является российский миллиардер Андрей Мельниченко (занял в списке Forbes «200 богатейших бизнесменов России – 2013» 6 место с состоянием 14,4 млрд долл.), который также владеет производителем минеральных удобрений МХК «ЕвроХим» (92,2%) и «Сибирской генерирующей компанией» (86,2%). По данным СМИ, А.Мельниченко является бенефициаром 92,2% SUEK plc., которой принадлежит 90,16% в ОАО «СУЭК».

Напомним, что в 2011 г. Группа СУЭК деконсолидировала энергетические активы (Кузбассэнерго (ТГК-12) и Енисейская ТГК (ТГК-13)) в отдельную компанию – «Сибирская генерирующая компания», оставив в структуре только угольный бизнес.

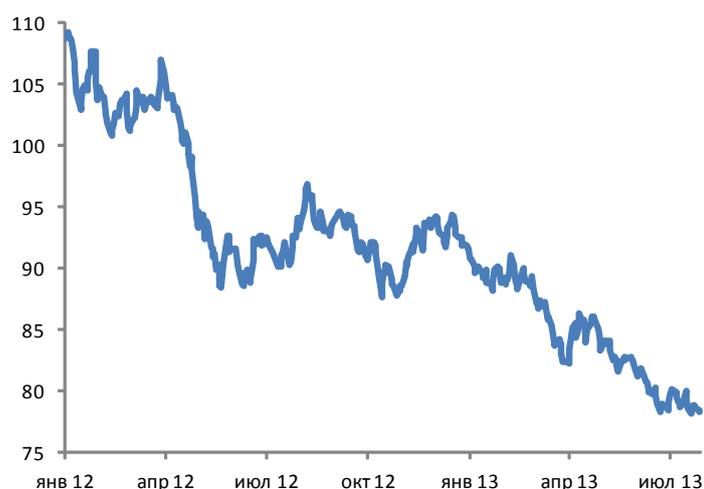
Группа СУЭК обеспечивает 27,5% всей добычи российского угля (или 97,5 млн тонн по итогам 2012 г. («+5,7%» г/г); план на 2013 г. – 100 млн тонн), занимая 1 место в стране, а также входит в топ-10 крупнейших угольных компаний мира и в топ-5 – по запасам угля (5,9 млрд тонн). Отметим, что СУЭК является ведущим экспортером угля из России (доля около 27,6% или 38,8 млн тонн в 2012 г.), а также крупным поставщиком на внутреннем рынке (52,9 млн тонн). В минувшем году компания активно наращивала экспорт угля («+15%» г/г), первую очередь в Азиатско-Тихоокеанский регион. В этом году можно наблюдать аналогичную ситуацию – уже за 1 пол. 2013 г. экспорт угля СУЭК вырос на 14% (г/г) до 20,9 млн тонн, в то время как на внутреннем рынке продажи снизились на 5% (г/г) до 26,1 млн тонн.

**СУЭК – крупнейшая  
 угольная компания в  
 России с объемом добычи  
 97,5 млн тонн в год...**

**...ведущий экспортер угля  
 в стране – 38,8 млн тонн в  
 2012 г.**

1 августа 2013

Цены на уголь (API2 Index), долл./т.



Источник: Reuters

**Кредитный профиль остается устойчивым, несмотря на слабую конъюнктуру рынка угля...**

**Долговая нагрузка выросла до 2,1х – Чистый долг/ЕВITDA,...**

**...но остается на приемлемом уровне**

Что касается кредитного профиля Группы СУЭК, несмотря на слабую конъюнктуру рынка угля, он продолжает оставаться довольно устойчивым. Так, по итогам 2012 г. (публикуется только годовая отчетность по МСФО) выручка компании снизилась всего на 0,8% до 5,64 млрд долл. (в рублях был рост на 5% до 175 млрд), а EBITDA margin – на 4,1 п.п. до 26,5% из-за роста транспортных расходов и падения цен на уголь (средняя цена по свопам на продажу у компании снизилась в 2012 г. на 28% (г/г) до 2 868 руб./тонна). Тем не менее, группе удалось отчасти компенсировать ослабление конъюнктуры наращиванием объемов экспортной отгрузки угля.

Долговая нагрузка группы за 2012 г. возросла как на фоне снижения рентабельности, так и увеличения размера долга («+11,6%» к 2011 г. до 3,3 млрд долл.). Так, метрика Долг/ЕВITDA в 2012 г. составила 2,2х против 1,7х в 2011 г., Чистый долг/ЕВITDA – 2,1х против 1,6х соответственно, что, впрочем, является вполне приемлемым уровнем. В то же время у СУЭК по итогам 2012 г. заметно возросли риски рефинансирования короткого долга, который достиг 738 млн долл. («+14,1%» (г/г)) против денежных средств на счетах 158 млн долл. Мы считаем, что у группы не должно возникнуть сложностей с погашением долга, учитывая устойчивую способность генерировать солидный операционный денежный поток (в 2012 г. составил 1,04 млрд долл. («+28%» (г/г)), а также наличие открытых кредитных линий на общую сумму около 3 млрд долл. (на конец 2012 г.). Данных ресурсов будет достаточно и для реализации инвестпрограммы 2013 г. (оценивается в 600 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	СУЭК (Ваэ/-/-) МСФО			ММК (Ваэ/-/ВВ+) МСФО			НЛМК (Ваээ/ВВ+/ВВВ-) US GAAP		
	2011	2012	Изм. %	2011	2012	Изм. %	2011	2012	Изм. %
Выручка	5 682	5 639	-0,8	9 306	9 328	0,2	11 729	12 157	3,6
Операционный денежный поток	814	1 041	28,0	578	1 193	106,4	1 805	1 825	1,1
ЕВITDA	1 741	1 496	-14,1	1 336	1 356	1,5	2 254	1 900	-15,7
ЕВITDA margin	30,6%	26,5%	-4,1 п.п.	14,4%	14,5%	0,1 п.п.	19,2%	15,6%	п.п.
Чистая прибыль (убыток)	815	966	18,5	-125	-94	-	1 315	610	-53,6
margin	14,4%	17,1%	2,7 п.п.	-	-	-	11,2%	5,0%	-6,2 п.п.
	2011	2012	Изм. %	2011	2012	Изм. %	2011	2012	Изм. %
Активы	4 813	6 141	27,6	16 295	16 292	-0,02	17 257	18 458	7,0
Денежные средства и эквиваленты	118	158	34,1	424	362	-14,6	1 024	1 058	3,3
Долг	2 957	3 299	11,6	4 395	3 867	-12,0	4 380	4 632	5,8
краткосрочный	306	738	141,1	1 328	1 631	22,8	1 306	1 816	39,0
долгосрочный	2 651	2 560	-3,4	3 067	2 236	-27,1	3 074	2 816	-8,4
Чистый долг	2 839	3 141	10,6	3 971	3 505	-11,7	3 355	3 574	6,5
Долг/ЕВITDA	1,7	2,2		3,3	2,9		1,9	2,4	
Чистый долг/ЕВITDA	1,6	2,1		3,0	2,6		1,5	1,9	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

При позиционировании новых облигаций СУЭК-Финанс 05 единственный собственный обращающийся бонд группы серии 01 (УТР 9,25%/4,88 г.) вряд ли может быть хорошим ориентиром, учитывая, что 10 июля 2013 г. в рамках оферты было выкуплено 79,7% выпуска (или 7,97 млрд руб.), эмитент установил ставку купона на уровне 8,25% годовых к 5-летней оферте. Очевидно, что предложение СУЭК-Финанс на первичном рынке

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

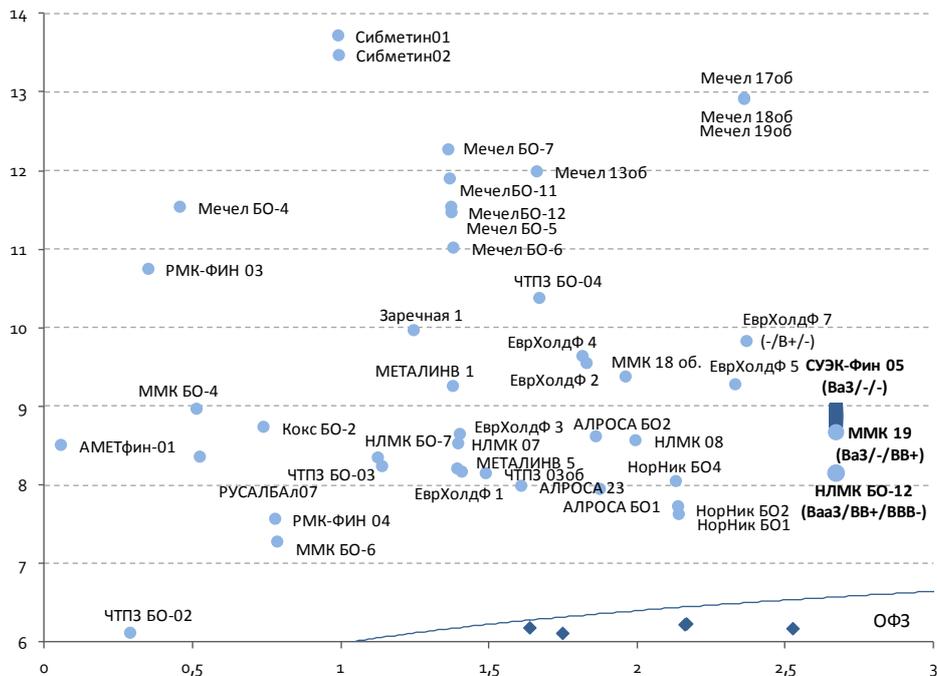
выглядит интереснее как по срочности, так и доходности.

В то же время на рассматриваемом отрезке дюрации торгуются бонды Евраз (Ва3/В+/ВВ-) и Мечела (Вз/-/-), также владеющих угольными активами (наряду с металлургическими). Отметим, что бумаги Мечела на фоне весьма слабых кредитных метрик предлагают соответствующую высокую доходность и вряд ли подойдут для сравнения, в то время как выпуски Евраз не отличаются ликвидностью, формируя спрэд к кривой ОФЗ около 280-330 б.п.

Вместе с тем, в конце июля успешно закрылись книги заявок на облигации металлургических компаний ММК (Ва3/-/ВВ+) серии 19 и НЛМК (Ваа3/ВВ+/ВВВ-) серии БО-12 с доходностью к 3-летней оферте 8,68% годовых и 8,16% годовых соответственно. На фоне этих бондов индикатив доходности бумаг СУЭК (Ва3/-/-) – 8,78-8,99% годовых, предлагающий премию 10-80 б.п., выглядит неплохо. В свою очередь, мы считаем, что бонды СУЭК-Финанс серии 05 должны нести к выпуску ММК серии 19 (наиболее близкому по рейтингу от Moody's) премию 20-30 б.п. в качестве компенсации за разницу в масштабах бизнеса и в кредитных оценках (от Fitch на 2 ступени), а также меньшую прозрачность угольной компании. Исходя из этого, участие в размещении облигаций СУЭК-Финанс может представлять интерес ближе к верхней границе ориентира – с доходностью 8,8-9,0% годовых.

**Бонды СУЭК-Финанс могут представлять интерес с УТМ 8,9-9,0% годовых...**

**Облигации металлургического и горнодобывающего секторов**



**Александр Полютков**

## Контакты:

### ОАО «Промсвязьбанк»

#### Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

## РУКОВОДСТВО

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	<a href="mailto:KNI@psbank.ru">KNI@psbank.ru</a>	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

<b>Евгений Локтюхов</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:LoktyukhovEA@psbank.ru">LoktyukhovEA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FrolovIG@psbank.ru">FrolovIG@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:Shagov@psbank.ru">Shagov@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Владимир Гусев</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:GusevVP@psbank.ru">GusevVP@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Екатерина Крылова</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:KrylovaEA@psbank.ru">KrylovaEA@psbank.ru</a>	доб. 77-67-31

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

<b>Игорь Голубев</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:GolubevIA@psbank.ru">GolubevIA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FedotkovaEV@psbank.ru">FedotkovaEV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:EgorovAV@psbank.ru">EgorovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-48
<b>Вадим Паламарчук</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PalamarchukVA@psbank.ru">PalamarchukVA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-81
<b>Александр Полютов</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PolyutovAV@psbank.ru">PolyutovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-67-54

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.