

### НЕ ТОЛЬКО УГОЛЬ

## Компания возвращается на рынок рублевых облигаций

**Возвращение на рынок рублевых заимствований.** СУЭК, крупнейшая угледобывающая компания в России, 9 июля планирует разместить рублевые облигации. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Выпуск обладает кредитным рейтингом, что удовлетворяет критериям включения бумаг в ломбардный список Банка России. По данным организаторов, привлеченные средства будут целиком направлены на рефинансирование долгового портфеля.

**Выпуск привлекателен при доходности ближе к середине обозначенного диапазона.** Организатор размещения ориентирует на ставку купона в диапазоне 9,35–9,85%, что соответствует доходности порядка 9,57–10,07% и предполагает спред к кривой ОФЗ в размере 315–365 б.п. Ориентиром для оценки справедливой доходности рублевого выпуска СУЭКа, на наш взгляд, могут служить выпуски металлургических компаний со схожими кредитными рейтингами, таких как Мечел (-/В1/-) и Евраз (В/В1/В+), облигации которых торгуются практически на уровне единой кривой. На наш взгляд, справедливая доходность обязательств СУЭК находится посередине обозначенного диапазона и соответствует уровню 9,8–9,9%. Вместе с тем мы не исключаем, что благоприятная рыночная конъюнктура, а также приемлемое кредитное качество СУЭКа, долговая нагрузка которого значительно ниже, чем у Евраза и Мечела, будут способствовать размещению облигаций по нижней границе диапазона. Следует также обратить внимание на то, что выпуски ЕвразХолдинг-Финанс 1/3 пока не включены в список РЕПО ЦБ, несмотря на наличие у них рейтинга, что во много объясняет несколько завышенную доходность. Мы ожидаем роста их котировок после включения в список и предполагаем, что облигации СУЭКа покажут сходную динамику, то есть будут торговаться с небольшим дисконтом по доходности к обязательствам Мечела.

### Ключевые финансовые показатели СУЭКа за 2009 г.

МСФО/GAAP, млн долл.

Рейтинг	СУЭК -/В1/-	Мечел -/В1/-	Евраз В/В1/В+
Выручка	4 690	5 754	9 505
ЕБИТДА	800	652	1 237
Совокупный долг	2 982	5 998	7 923
Чистый долг	2 493	5 583	7 248

#### Коэффициенты

Рентабельность ЕБИТДА, %	17,0	11,3	13,0
Долг/ЕБИТДА	3,6	9,2	6,4
Чистый долг/ЕБИТДА	3,0	8,6	5,9
Долг/Собств. капитал	1,3	0,6	0,8
Доля краткосрочного долга, %	52,3	32,1	25,0

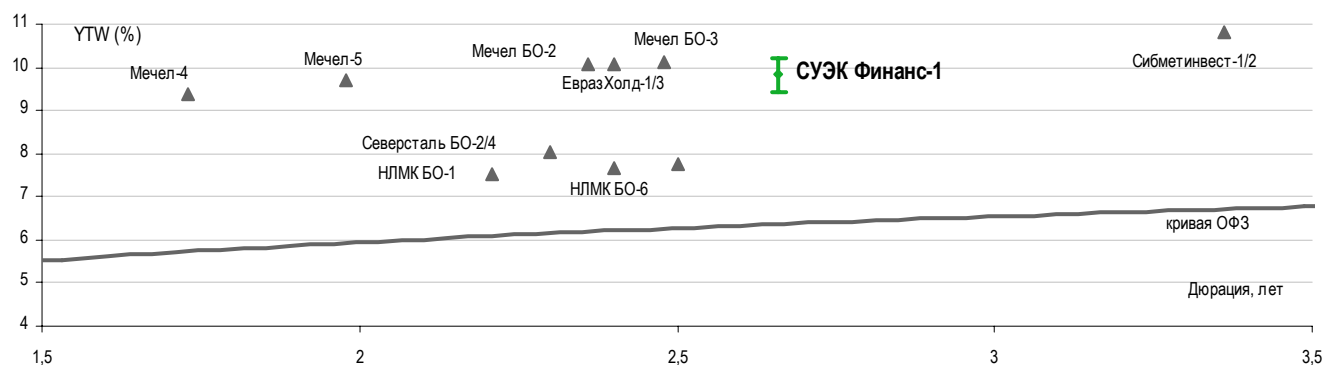
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

### Информация о выпуске СУЭК-Финанс-1

Эмитент	ООО "СУЭК-Финанс"
Поручитель	ОАО "СУЭК"
Рейтинг поручителя (S/M/F)	(-/В1/-)
Рейтинг выпуска (S/M/F)	(-/В1/-)
Общий объем	10 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	10 лет
Оферта	Через 3 года
Ориентир ставки купона	9,35 - 9,85%
Ориентир по доходности	УТМ 9,57-10,09%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	7 июля 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	9 июля 2010 г.

### Выпуск привлекателен при доходности ближе к середине обозначенного диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций\*



\*Данные по состоянию на 6 июля 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**Российский лидер по запасам и объему добычи энергетического угля.** СУЭК является крупнейшим в России производителем энергетического угля и занимает третье место в мире по объему запасов (5,8 млрд т). Компания является абсолютным лидером в России как по запасам, так и по объему добычи. Также СУЭКу принадлежат энергетические активы в Сибири и на Дальнем Востоке, важнейшими из которых являются Кузбассэнерго и ТГК-13 – одни из крупнейших генерирующих компаний Сибири, на долю которых в 2009 г. пришлось порядка 17% от общего производства электроэнергии в регионе. СУЭК через компанию Donalink Ltd на паритетных началах контролируют Андрей Мельниченко и Сергей Попов, каждому из которых принадлежит по 49% Donalink Ltd.

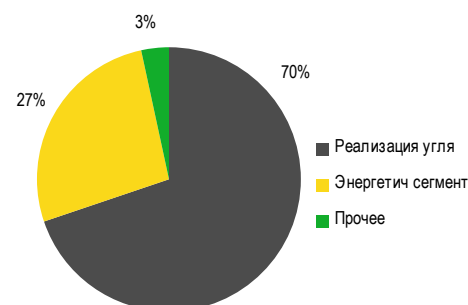
#### Среди достоинств кредитного профиля СУЭКа мы отмечаем следующие.

- **Лидирующие позиции на рынке.** СУЭК является крупнейшим поставщиком угля российской электроэнергетической отрасли, обеспечивая 45% потребления угольных электростанций России.
- **Диверсифицированная ресурсная база.** Всего в СУЭК входит 13 шахт и 17 разрезов в семи регионах России. Около 70% общей добычи СУЭКа приходится на шахты в Кемеровской области и Красноярском крае, причем порядка 63% добычи осуществляется наиболее безопасным открытым способом.
- **Ориентация на увеличение уровня вертикальной интеграции.** В 2008 г. СУЭК консолидировал ТГК-13 и Кузбассэнерго, которые на сегодняшний день являются крупными потребителями производимого СУЭКом угля с долей примерно 34% от совокупного объема продаж в натуральном выражении по итогам 2009 г. В структуре же выручки компании в 2009 г. на энергетический сегмент пришлось около 27%.
- **Значительная доля экспорта.** СУЭК является крупнейшим российским экспортером энергетического угля с приблизительно 28-процентной долей в российском экспорте. В 2009 г. доля экспорта в совокупном объеме реализации СУЭКа составила около 35% в натуральном выражении и приблизительно 75% в стоимостном. В структуре экспорта наибольшая часть приходится на Великобританию и Китай (22% и 15% соответственно), а также Нидерланды и Южную Корею (по 9%). Экспортные контракты заключаются на срок от шести месяцев до трех лет.
- **Развитая логистика.** СУЭК располагает транспортно-логистическим комплексом, включающим железнодорожную инфраструктуру, вагоны, а также терминал в порту Ванино, что облегчает доступ на один из ключевых для компании рынков – китайский.

**Приемлемое финансовое положение.** По итогам 2009 г. выручка компании составила 149 млрд руб. Сопоставление показателей 2009 г. с предыдущим отчетным периодом не совсем корректно, учитывая, что энергетические активы были консолидированы лишь во второй половине 2008 г. Вместе с тем, как отмечает СУЭК, выручка группы в 2008 г., рассчитанная с учетом показателей ТГК-13 и Кузбассэнерго за весь год, составила бы 131 млрд руб., что указывает на рост консолидированной выручки на 15% по итогам 2009 г. Выручка угольного сегмента в 2009 г. увеличилась на 7,8%, при том что в натуральном выражении продажи сократились на 8% до 88 млн т. В структуре выручки основная доля принадлежит экспорту угля (50%), значительная часть приходится также на энергетический сегмент – порядка 27%. Рентабельность по EBITDA в 2009 г. составила 17%, а отношение Чистый долг/EBITDA находится на приемлемом уровне 3,0. СУЭК связывает дальнейшее повышение операционных показателей с либерализацией и ростом российского энергетического рынка, а также увеличением экспорта угля, обусловленным растущим потреблением угля в Индии и Китае.

#### Угольный сегмент формирует основную часть выручки

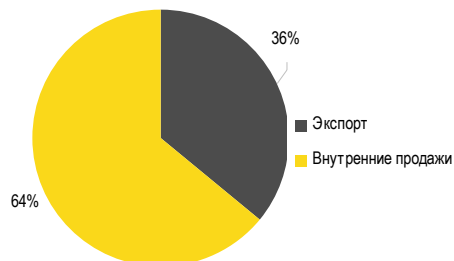
Структура выручки СУЭКа в 2009 г. по бизнес-сегментам



Источники: СУЭК

### Экспорт составляет меньшую часть продаж в натуральном выражении...

Структура продаж СУЭКа в 2009 г. в натуральном выражении



Источники: СУЭК

### ...при этом формируя основную долю выручки

Структура продаж СУЭКа в 2009 г. в денежном выражении



Источники: СУЭК

### Ключевые финансовые показатели СУЭКа, млн руб.

МСФО	2008	2009	% изм. 2009/ 2008
Выручка	116,0	149,0	28,4
Валовая прибыль	10,5	19,6	86,7
ЕБИТДА	15,4	25,4	64,9
Совокупный долг	79,3	90,2	13,7
Краткосрочный долг	28,9	47,2	63,3
Денежные средства	13,2	14,8	12,1
Чистый долг	66,1	75,4	14,1
Собственный капитал	71,9	72,0	0,1
Активы	217,6	216,9	(0,3)
Операционный поток	2,2	19,6	790,9
Капитальные затраты	15,9	14,9	(6,3)
<b>Коэффициенты</b>			
Валовая рентабельность (%)	9,1	13,2	
Рентабельность ЕБИТДА (%)	13,3	17,0	
Долг/ЕБИТДА	5,1	3,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	4,3	3,0	
Долг/Собств. капитал	1,1	1,3	
Коэффициент текущей ликвидности	0,7	0,7	
Доля краткосрочного долга (%)	36,4	52,3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

### Среди основных факторов риска вложений в долговые обязательства СУЭКа мы выделяем следующие:

- **Сильная зависимость от рефинансирования.** На начало 2009 г. порядка 52% долга подлежало погашению в 2010 г. Вместе с тем риск несколько снижается за счет того, что основными кредиторами компании являются госбанки. Кроме того, по сообщению компании, на начало 2010 г. объем доступных ей кредитных линий составлял 27,1 млрд. руб., что в совокупности с денежными средствами на балансе (около 15 млрд руб.) практически соответствовало величине краткосрочного долга, которая составляла 47,2 млрд руб.
- **Значительный объем капиталовложений, запланированный на ближайшие годы.** План по инвестициям на 2010–2012 гг. предполагает затраты в размере 60 млрд руб. Основными направлениями инвестиций станут повышение эффективности угледобычи, развитие перерабатывающих мощностей, в том числе строительство обогатительных фабрик, а также сооружение собственного угольного терминала в порту Ванино.
- **Отсутствие определенности в отношении сроков привлечения акционерного капитала.** В начале июня представители компании отмечали, что в 2011 г. компания может провести IPO, в ходе которого планируется

Компания возвращается на рынок рублевых облигаций

привлечь порядка 1–1,5 млрд долл., однако всё будет зависеть от рыночной конъюнктуры. Учитывая масштабную инвестпрограмму СУЭКа, привлечение акционерного капитала способствовало бы укреплению кредитных метрик компании.

- **Достаточно низкий уровень финансовой и информационной прозрачности.** Компания не публикует промежуточную консолидированную отчетность, также нет информации о прогнозных показателях. Мы надеемся, что подготовка к IPO, а также присутствие компании на рынке публичных долговых обязательств будет способствовать повышению уровня ее информационной прозрачности
- **Значительный навес предложения облигаций от эмитента.** Совокупный объем зарегистрированных СУЭКом выпусков составляет 30 млрд руб., и нельзя исключать, что при благоприятной конъюнктуре долговых рынков компания не воспользуется возможностью полностью разместить зарегистрированные выпуски.

## 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### 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

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/

#### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@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 ofertas. 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 2010