

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Кокс»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты:

- ✓ ОАО «Кокс» - вертикально интегрированный холдинг, деятельностью которого является добыча угля и железной руды, а также производство кокса и чугуна;
- ✓ компания является крупнейшим экспортером чугуна в мире с долей рынка в 16,2% по итогам 10 месяцев 2010 года;
- ✓ конечным бенефициаром компании является семья Зубицких, которой принадлежит около 86% акций компании;
- ✓ выручка и EBITDA значительно выросли в 2010 году; рост продолжился и в 1 кв. 2011 года благодаря благоприятной конъюнктуре;
- ✓ наибольшую долю в выручке (54,1%) в 2010 году принесли продажи чугуна, большая часть которых осуществляется за рубежом;
- ✓ наиболее рентабельным сегментом бизнеса является угольно-коксовый сегмент, продукция которого в основном продается в России;
- ✓ в 2010 году Кокс продемонстрировал снижение долга и улучшение кредитных метрик;
- ✓ в 1 квартале 2011 года финансовый долг компании вырос на 33,0% до \$927 млн., что немного снизило кредитное качество заемщика;
- ✓ цель размещения еврооблигаций – рефинансирование задолженности перед российскими банками, в особенности перед Сбербанком на \$271 млн.;
- ✓ в 2011 году рост CAPEX составит 60%, в 2012 году – более 100%; всего до 2019 года на CAPEX планируется потратить \$1,9 млрд. (53,7 млрд. рублей), что неизменно приведет к росту долговой нагрузки.

Финансовые результаты

Финансовые результаты Группы в 2008-2010 год в наибольшей степени определялись конъюнктурой рынка металлов и угля в мире. Резкое падение спроса и цен на металлопродукцию, в частности на чугун, в 2009 году привело к снижению выручки на 46%, EBITDA сократилась почти в 4 раза. В результате, Кокс получил чистый убыток по итогам 2009 года на уровне \$149 млн. Справедливости ради заметим, что \$122 млн. чистых потерь было связано с признанным убытком от прекращенной деятельности. Так, согласно отчетности, в 2009 году Группа продала контрольный пакет своего дивизиона в

Параметр выпуска:

Серия	Кокс-16
Объем размещения	до \$350 млн.
Срок обращения	5,5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организатора),%	8,5
Доходность к погашению (оценка UFS),%	7,3-7,4
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	B/B2/-



Словении – «Словенская сталь» в связи с ограниченным эффектом синергии с основным российским бизнесом Группы.

В 2010 рынок угля и металлов продемонстрировал значительное восстановление в связи с увеличением спроса как внутри России, так и за ее пределами. Например, средняя цена на чугун в портах Черного моря в этом году выросла на 56,9% относительно в 2009 года. А средняя цена на кокс в России – основном рынке сбыта кокса для Группы, увеличился на 95,5% относительно 2009 года. Таким образом, в 2010 году выручка компании увеличилась на 62,7% и достигла

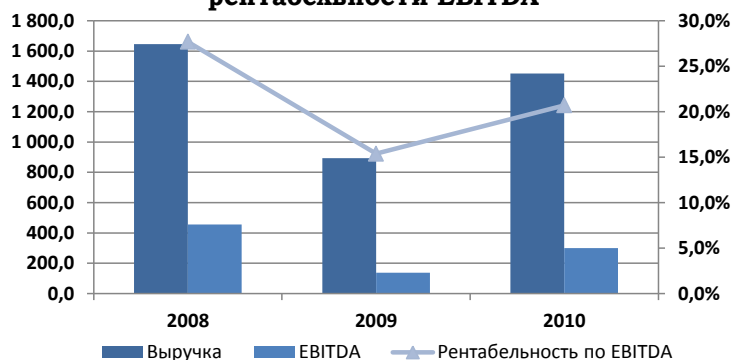
\$1 452,1 млн. Показатель EBITDA вырос на 118,9% до \$300,5 млн. Увеличилась и рентабельность по EBITDA, которая по итогам 2010 года составила 20,7%. Не смотря на то, что эмитент в 2010 году снова признал убытки от прекращённой деятельности в размере \$50 млн., чистая прибыль Кокса по итогам года составила \$49 млн.

Заметим, что рост выручки и показателя EBITDA от продаж чугуна в 2010 году был связан исключительно с ростом цен, т.к. объем производства чугуна, начиная с 2008 года, продолжил падать. Это связано с тем, что в декабре 2008 года доменная печь №1 на заводе Тулачермет была закрыта на реконструкцию. Это оказало негативное влияние не только на металлургический, но и на угольно-коксовый сегмент компании. По оценке менеджмента, реконструкция доменной печи №1 завершится в конце 2012 года, поэтому до этого момента ОАО «Кокс» ограничен в возможностях существенно нарастить объем производства чугуна и чугунных изделий.

Наибольший вклад в выручку – 62,5% в 2010 году внесли доходы, полученные от экспорта продукции, в особенности экспорта чугуна, доходы от которого составили 46,2% всей полученной выручки ОАО «Кокс». В основном продажи чугуна за рубеж осуществляются в США, Европейский Союз и страны Азии (Китай и Япония). В России от продажи чугуна Группа заработала только 7,8% выручки.

В отличие от продажи металлопродукции, основной вклад в выручку от реализации кокса и угля внесли продажи в России. При этом 37% этой выручки было получено от межсегментных продаж внутри холдинга. Так, большая доля кокса, произведенного на Кемеровском коксовом заводе, используется в производстве чугуна на заводе «Тулачермет». От реализации кокса эмитент заработал 19,2% совокупной выручки, в то время как реализация кокса за рубеж принесла компании только 13,4% выручки. Заметим, что до 2009 года эмитент практически не продавал коксовую продукцию за рубеж. Однако, после закрытия доменной печи на

Динамика выручки, EBITDA (\$ млн.) и рентабельности EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

Выручка по сегментам в 2010 году



Источник: данные компании, расчеты UFS



реконструкцию, эмитент смог нарастить объем внешних продаж, что оказало поддержку финансовым результатам ОАО «Кокс».

Не смотря на то, что металлургический сегмент привнес наибольший вклад в выручку, более рентабельным оказался угольно-коксовый сегмент, что соответствует среднеотраслевым тенденциям. Так, рентабельность по EBITDA сегмента «руда и чугун» составила 13,14%, тогда как аналогичный показатель для сегмента «уголь и кокс» составил 20,75%.

Финансовые показатели ОАО «Кокс», млн. долл. (по МСФО)

Показатели	2008	2009	2010	Изм. 2010/2009	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2011/1 кв. 2010
Выручка	1 645,0	892,6	1 452,1	62,7%	325,5	386,5	18,7%
Операционная прибыль	388,2	54,7	209,8	283,3%	41,2	50,2	22,0%
Амортизация	86,5	86,9	90,7	4,3%	22,9	21,2	-7,3%
EBITDA	455,4	137,3	300,5	118,9%	64,1	71,5	11,5%
Процентные расходы	58,4	86,5	78,1	-9,7%	20,8	16,1	-22,5%
Активы	2 761,2	1 824,7	1 706,8	-6,5%	н/д	1 998,0	-
Финансовый долг	1 014,2	652,1	697,0	6,9%	н/д	927,2	-
Краткосрочный долг	540,2	316,5	173,1	-45,3%	н/д	524,5	-
Долгосрочный долг	474,1	335,6	524,0	56,1%	н/д	402,6	-
Денежные средства	65,9	18,8	88,7	373,3%	н/д	47,5	-
Чистый долг	948,3	633,3	608,3	-4,0%	н/д	879,6	-
Кэффициенты							
Долг/активы	0,37	0,36	0,41	5 б.п.	н/д	0,46	-
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,53	0,49	0,25	-24 б.п.	н/д	0,57	-
Финансовый долг/EBITDA	2,23	4,75	2,32	-243 б.п.	н/д	3,24	-
Чистый долг/EBITDA	2,08	4,61	2,02	-259 б.п.	н/д	3,08	-
EBITDA/проценты	7,80	1,59	3,85	226 б.п.	3,09	4,44	135 б.п.
Рентабельность по EBITDA	27,7%	15,4%	20,7%	5,3 п.п.	19,7%	18,5%	-1,2 п.п.

Источник: данные компании, расчеты UFS

Обратим внимание, что финансовые результаты по итогам 2010 года так и не превысили показатели лучшего для эмитента 2008 года. Впрочем, и здесь ОАО «Кокс» идет в ногу со своими российскими конкурентами, которые также не смогли достичь результатов 2008 года.

В последние годы ОАО «Кокс» активно участвовал в сделках M&A на российском и международном рынках. Так, в 2006 году в рамках стратегии, направленной на снижение зависимости от стороннего сырья, ОАО «Кокс» приобрел контрольный пакет в комбинате ОАО «КМАруда» с месторождением в Белгородской области, на котором осуществляется добыча железной руды. В 2005-2008 году Группа приобрела 97% акций Уфалейникель, а в 2006 году - был полностью выкуплен Режникель. Однако, в июне 2010 года эти активы были проданы в связи с убыточной деятельностью в 2008 и 2009 годах. Также в 2007 году эмитент приобрел контрольный пакет акций головной компании холдинга Slovenian Steel Group, объединяющей ряд словенских сталелитейных предприятий. Но в конце 2009 года, как мы уже отметили, контрольный пакет акций этого холдинга также был продан.

Мы позитивно оцениваем продажу низкорентабельных активов Группы и полагаем, что в дальнейшем это позволит улучшить показатели чистой прибыли и собственного капитала компании.

Активы и обязательства

Общая сумма активов, начиная с 2008 года снижалась. Это было связано с выбытием нерентабельных активов, о котором мы сказали выше. В частности, сумма основных средств с 2008 по 2010 года снизилась на \$435 млн. до \$797,2 млн. Также значительно снизилась сумма запасов и дебиторской задолженности. Однако, уже в 1 кв. 2011 года наблюдалось как увеличение стоимости основных средств, так и запасов и дебиторской задолженности.



Финансовый долг компании в 2010 году вырос на 6,7% относительно 2009 года до \$697 млн. При этом доля краткосрочного долга в общем долге снизилась до 0,25% с 0,49%. В 2010 году значительно улучшились и коэффициенты покрытия долга. Так, чистый долг/ЕБИТДА снизился с 4,61 до 2,02. За первый квартал 2011 года ОАО «Кокс» увеличил размер общего долга на 33,0% относительно начала года до \$927,2 млн. При этом доля краткосрочного долга выросла до 0,57, главным образом, за счет переклассификации облигаций на 5 000 млн. руб., погашаемых в марте 2012 года в разряд краткосрочного долга. Кроме того, компания нарастила краткосрочные долларовые кредиты с \$74 млн. до \$253,2 млн. По информации к размещению, это связано со значительным увеличением операционной деятельности торгового подразделения группы – компании ИМТ и соответствующим ростом краткосрочных займов. Рост долговой нагрузки в 1 квартале текущего года привел к ухудшению кредитных метрик эмитента. Так, значение чистый долг/ЕБИТДА выросло до 3,08, а доля долга в активах увеличилась до 46%.



Целью размещения еврооблигаций эмитента является рефинансирование текущей задолженности перед банками. В частности, из средств, полученных при размещении, планируется погасить кредиты перед Сбербанком на сумму \$271 млн., кредиты перед банком Юникредит на сумму \$24 млн. и кредит перед Банком Москвы на сумму \$50 млн. Мы положительно оцениваем рефинансирование, так как это позволит увеличить дюрацию долга ОАО «Кокс» и снизить стоимость заимствований для компании. Привлечение средств для выплаты долгов не приведет к увеличению долговой нагрузки. Кроме того, выпуск евробондов соответствует намерениям менеджмента значительно нарастить долю долларовых займов в пассивах, так как денежные потоки от операционной деятельности в основном номинированы в долларах. Напомним, что на выпуск еврооблигаций компания решила после отложенного в феврале IPO.

Отметим, что значение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА в 3,08 в 1 квартале 2011 года является довольно высоким показателем, хотя оно и находится ниже значения ТМК, которое на ту же дату составило 3,9.

Инвестиционная программа

В 2010 году капитальные затраты ОАО «Кокс» выросли на 72% и достигли \$138 млн. Коэффициент ЕБИТДА/капитальные затраты выросли до 2,18 против уровня в 1,7 по итогам 2009 года. В 2011 году менеджмент планирует потратить на инвестиционную программу около \$220 млн., а в 2012 году – еще \$453 млн. Таким образом, рост кап. затрат в 2011 году может составить 60%, а в 2012 году – более 100%. Уже в 1 квартале 2011 года Группа потратила на инвест. программу около \$49,4 млн., при этом коэффициент ЕБИТДА/капитальные затраты снизился до 1,45. Мы полагаем, что группа сможет профинансировать большую часть своих кап. затрат за счет операционного денежного



потока, а вот в 2012 году эмитенту придется, скорее всего либо прибегать к новым заимствованиям, либо корректировать инвест. программу.

В настоящий момент ОАО «Кокс» имеет долгосрочную инвестиционную программу развития, которая предполагает осуществление капитальных затрат почти на \$1,9 млрд. (53,7 млрд. рублей) с 2011 по 2019 года. Наибольшую часть инвест. программы составляет строительство угольных шахт Бутовская, Тихова и Владимирская-2, примерно на 32 млрд. рублей. Мы полагаем, что пока столь масштабная инвест. программа является основным риском, который в дальнейшем может ухудшить кредитное качество эмитента.

Оценка выпуска

Для определения справедливой доходности дебютного займа ОАО «Кокс» сравним

кредитные метрики эмитента с наиболее близкой по масштабам российской компанией, имеющей евробонды – ТМК. ОАО «Кокс» имеет значительно меньшие масштабы бизнеса. Так, за первый квартал 2011 года выручка Кокса была в 4 с лишним раза меньше, чем выручка ТМК, как и показатель EBITDA. В то

Сравнительные результаты Кокса, ТМК и Евраз по итогам 1 квартала 2011 года			
	Кокс	ТМК	Евраз
Кредитный рейтинг	B/B2/-	B/B1/-	B+/B2/BB-
Выручка	387	1 669	3 894
ЕБИТДА	72	293	740
Чистый долг	879	3 922	7 180
Чистый долг/ЕБИТДА	3,08	3,9	2,7
Рентабельность по ЕБИТДА	18,5%	17,6%	19,0%

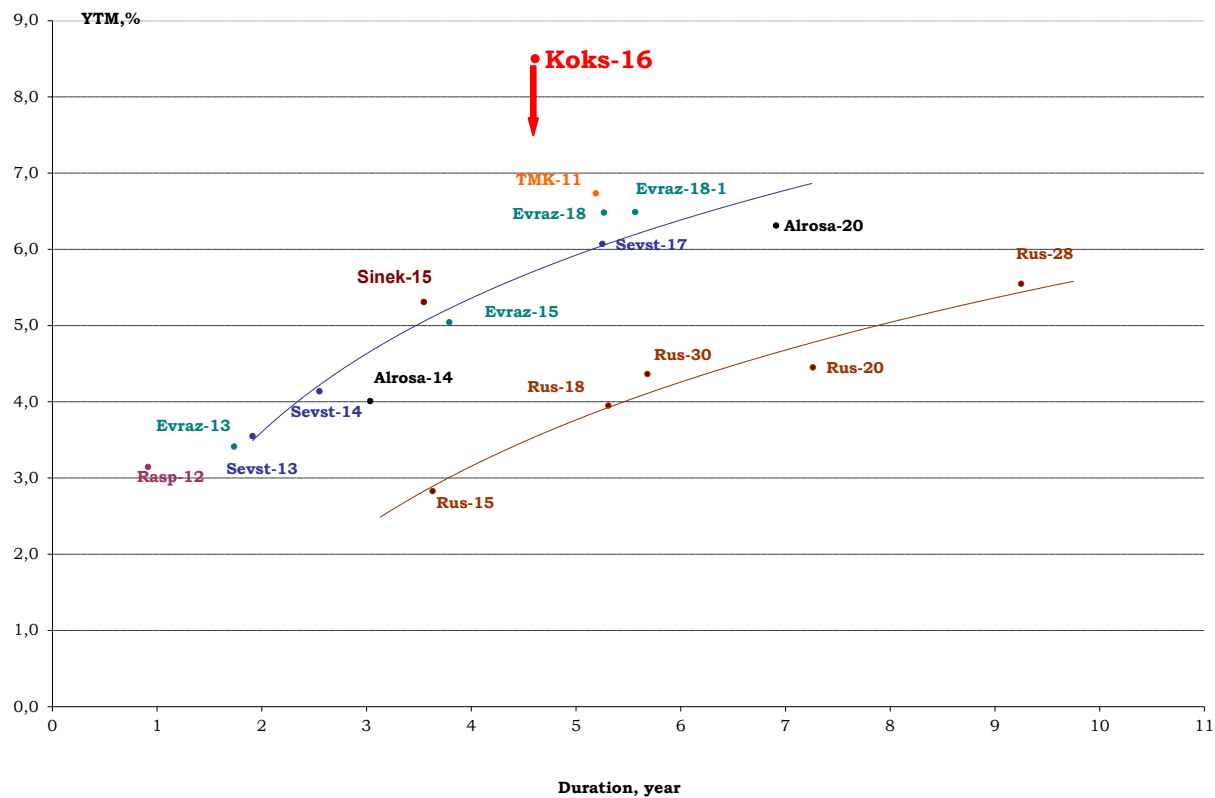
Источник: данные компании, расчеты UFS

же время, кредитные метрики Кокса оказались немного лучше, чем аналогичные показатели ТМК. Так, коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА на 31 марта 2011 года у Кокса был 3,09, а у ТМК – 3,9. Кроме того, доля долга в активах у Кокса оказалась на уровне 46%, тогда как у ТМК – 56%. На рублёвом рынке с поправкой на дюрацию, выпуск Кокс-БО-2 торгуется с премией относительно ТМК-БО-1 в районе 50-60 б.п. Мы полагаем, что эта премия справедливо отражает разницу в масштабах бизнеса двух компаний, а также более низком кредитном рейтинге Кокса от Moody's.

Сейчас выпуск ТМК-18 торгуется с доходностью 6,7% годовых. Мы добавляем к этому ориентиру 60-70 б.п. премии за разницу в масштабах бизнеса и небольшое ухудшение кредитных метрик в 2011 году, а также 20 б.п. за дебютное размещение. Справедливая доходность займа при этом составляет около 7,5-7,6% годовых. Учитывая поправку на более низкую дюрацию (4,61 лет) по займу Кокса, справедливая доходность займа должна составлять около 7,3-7,45% годовых. Первоначально озвученные ориентиры по доходности в 8,5% выглядят чрезвычайно привлекательно, и мы рекомендуем участвовать в размещении.



Оценка справедливой доходности выпуска еврооблигаций Кокс-16 на 15 июня 2011 года



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

