



Утренний Express-О

10 апреля 2015 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**Группа Кокс (B2/B/B): финансовые результаты 2014 г. по МСФО.**

**EDC (-/BB+/BB) опубликовала выборочные данные за 2014 г.**

## Группа Кокс (B2/B/B): финансовые результаты 2014 г. по МСФО.

В 2014 г. Группа Кокс улучшила финансовые показатели главным образом за счет увеличения экспортных поставок, девальвации рубля и падения цен на сырье, что способствовало росту прибыльности бизнеса дивизиона «Руда и Чугун», а также группы в целом. Так, выручка прибавила на 10% (г/г) до 47 млрд руб., в то время как показатель EBITDA выросла на 74% (г/г) до 11,5 млрд руб., EBITDA margin достигла 24% («+9 п.п.» г/г). Долговая нагрузка Кокса несколько снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,4х против 4,0х в 2013 г. на фоне повышения рентабельности, размер чистого долга вырос на 46% (г/г) в результате эффекта пересчета валют. Самостоятельные риски рефинансирования долга Кокса по-прежнему высоки – короткий долг в 8,1 млрд руб. главным образом покрывался невыбранными кредитными линиями на 18,8 млрд руб. Кроме того, группа в мае будет рассматривать вопрос возможного размещения евробонда на 500 млн долл., а также частичного или полного выкупа обращающегося выпуска Koks-16, доходность которого 14,3%/1,06 г. при цене ниже номинала – 93%, решение может оказать поддержку займу, впрочем, его ликвидность невысокая.

*Группа Кокс представила отчетность за 2014 г. по МСФО...*

*Компания улучшила прибыльность бизнеса за счет увеличения экспортных поставок и девальвации рубля, а также низких цен на сырье...*

*Долговая нагрузка несколько снизилась на улучшении рентабельности – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,4х против 4,0х в 2013 г...*

**Комментарий.** Вчера Группа Кокс отчиталась за 2014 г. по МСФО, отразив улучшение финансовых показателей главным образом за счет увеличения экспортных поставок (выручка от экспорта более 70%), девальвации рубля и падения цен на сырье, что способствовало росту прибыльности бизнеса. Производство чугуна в 2014 г. выросло на 4% до 2,18 млн тонн.

Так, выручка прибавила на 10% (г/г) до 47 млрд руб., в то время как показатель EBITDA выросла на 74% (г/г) до 11,5 млрд руб., EBITDA margin достигла 24% («+9 п.п.» г/г). В свете вышеприведенных факторов заметный вклад в рост рентабельности группы внес дивизион «Руда и Чугун» (пришлось 65% EBITDA), 93% произведенного чугуна которого пошло на экспорт. Кроме того, повышению рентабельности способствовала заморозка транспортных тарифов и тарифов на электроэнергию, оптимизация внутренних производственных издержек, а также увеличение доли более маржинальной продукции (чугуна премиальных марок – около 28%).

В ближайшее время, по заявлению менеджмента, группа планирует перейти на электроэнергию собственной генерации и прекратить закупки электричества на Тулачермет, а с 2016 г. – на Коксе, что позволит добиться дополнительного снижения издержек. Чистый убыток в размере 7,7 млрд руб. был получен компанией из-за валютных переоценок долга, в частности евробонда.

В 2015 г. может удерживать финансовые результаты на достигнутых уровнях при девальвировавшем рубле (хотя эффект несколько сокращается) и экспортных поставках, а также экономии на внутренних издержках.

Долговая нагрузка Кокса несколько снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,4х против 4,0х в 2013 г. на фоне повышения рентабельности, в то время как размер чистого долга вырос на 46% (г/г) до 39 млрд руб. в результате пересчета

10 апреля 2015

долларового евробонда Koks-16 на фоне резкого обесценения рубля. В то же время компания заявила, что выкупила с рынка еврооблигаций на сумму 36 млн долл. при номинале 350 млн долл.

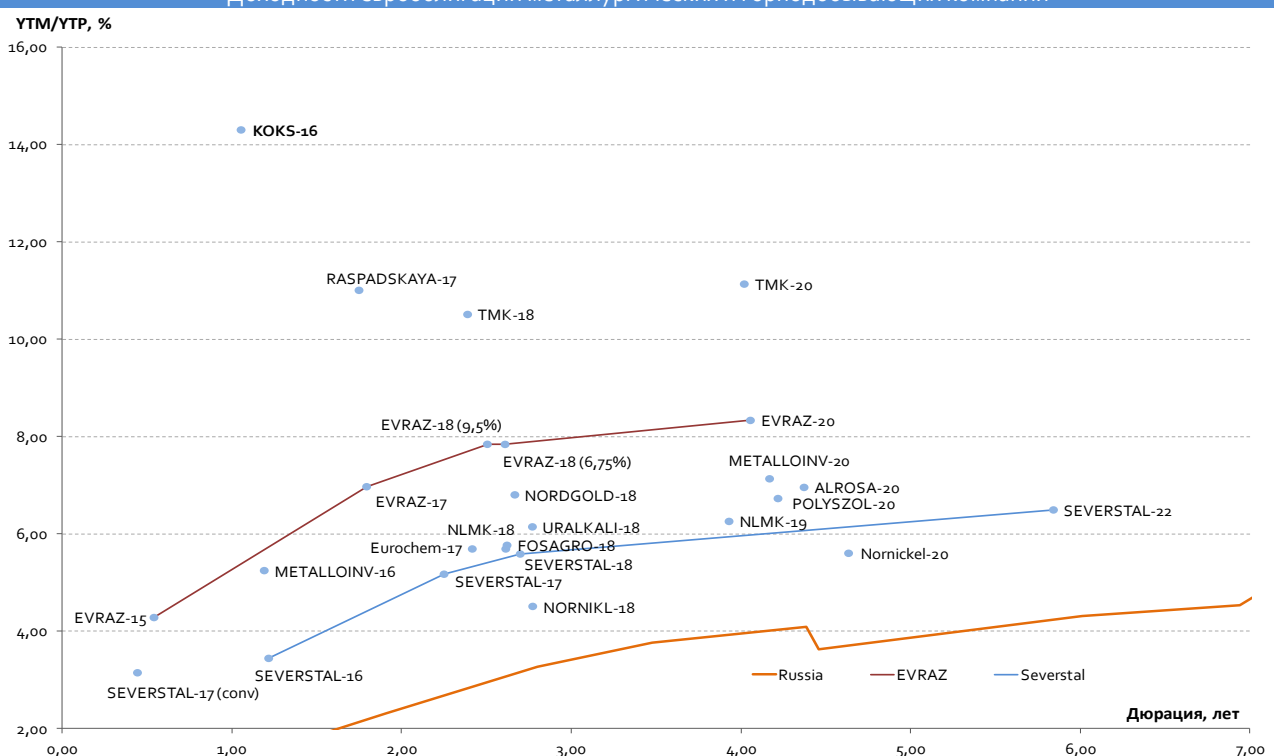
Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Группа Кокс (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %
Выручка	43,0	47,2	9,8
Операционный денежный поток	9,8	12,3	26,0
EBITDA	6,6	11,5	74,3
EBITDA margin	15,3%	24,3%	9 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-2,4	-7,7	-
margin	отриц	отриц	
	2013	2014	Изм. %
Активы	57,9	62,3	7,6
Денежные средства и эквиваленты	0,5	0,9	70,0
Долг	27,1	39,6	46,1
краткосрочный	9,1	8,1	-10,7
долгосрочный	18,0	31,5	74,7
Чистый долг	26,6	38,7	45,6
Долг/EBITDA	4,1	3,44	
Чистый долг/EBITDA	4,0	3,37	

Источники: данные компании, PSB Research

**Результаты 2014 г. и возможное решение о выкупе части или всего выпуска Кокс-16 могут оказать поддержку евробонду, но его ликвидность невысокая...**

Вместе с тем, самостоятельные риски рефинансирования долга Кокса по-прежнему высоки – короткий долг в 8,1 млрд руб. главным образом покрывался невыбранными кредитными линиями на сумму 18,8 млрд руб., по данным компании. В то время как средства на счетах на конец минувшего года составили 0,9 млрд руб., а операционный денежный поток за 2014 г. достиг 12,3 млрд руб. В 2015 г. группа, по заявлению менеджмента, закладывает инвестиции на уровне 2014 г. (более 6 млрд руб.), которые компания, в целом, в состоянии самостоятельно профинансировать, с учетом имеющихся открытых кредитных линий на рефинансирование. Кроме того, Кокс в мае будет рассматривать вопрос возможного размещения евробонда на 500 млн долл., а также частичного или полного выкупа обращающегося выпуска Кокс-16, доходность которого 14,3%/1,06 г. при цене ниже номинала – 93%, что может оказать поддержку займу, впрочем, его ликвидность невысокая. В свою очередь, перспективы нового заимствования на западных рынках, на наш взгляд, выглядят пока туманными в силу геополитики.

Доходности еврооблигаций металлургических и горнодобывающих компаний

**Александр Полюттов**

10 апреля 2015

## EDC (-/BB+/BB) опубликовала выборочные данные за 2014 г.

Нефтесервисная Eurasia Drilling Company по итогам 2014 года получила выручку в размере 2,975 млрд долл., что на 14,5% ниже уровня 2013 г. Размер долга EDC практически не изменился и составил 1,1 млрд. долл.; долговая нагрузка компании осталась на приемлемом уровне – показатель долг/ЕБИТДА увеличился с 1,19х в 2013 г. до 1,34х по итогам 2014 г. Евробонд EDC-20 торгуется с доходностью 8,14%, и не предполагает большого потенциала снижения доходности. Вместе с тем, реализация сделки с Schlumberger может спровоцировать дальнейший рост котировок EDC-20.

**Комментарий.** Нефтесервисная Eurasia Drilling Company по итогам 2014 года получила выручку в размере 2,975 млрд долл., что на 14,5% ниже уровня 2013 г. Скорректированный показатель ЕБИТДА снизился на 11,3% - до 834 млн. долл., чистая прибыль – на 2,6% - до 421 млн долл. Несмотря на снижение финансовых показателей, которое было вызвано преимущественно девальвацией рубля в конце 2014 г., компания продемонстрировала рост маржи по ЕБИТДА на 1 п.п. – до 28% и по чистой прибыли на 1,7 п.п. – до 14,1%.

Компания продолжила ребалансировать свою клиентскую базу. Так, доля ЛУКОЙЛа снизилась с 2007 г. с 76% до 63% в 2014 г., нарастив долю Газпром нефти до 22% и прочих компаний до 8% (в т.ч. подписан 3-летний контракт с Dragon Oil).

Размер долга EDC практически не изменился и составил 1,1 млрд. долл. Временная структура долга также осталась комфортной – на краткосрочный долг приходится 11,3% долга по сравнению с 9,4% в 2013 г. При этом более половины долга имеет сроки погашения после 2020 г. при отсутствии пиковых платежей до этого времени.

Долговая нагрузка компании осталась на приемлемом уровне – показатель долг/ЕБИТДА увеличился с 1,19х в 2013 г. до 1,34х по итогам 2014 г. На фоне снижения объема денежных средств и эквивалентов также несколько увеличился показатель чистый долг/ЕБИТДА – до 0,95х.

Капвложения EDC в 2014 году выросли на 4,3% в сравнении с 2013 годом - до 530 млн. долл.; на в 2015г планируются на уровне 450 млн. долл., что полностью может быть покрыто денежным потоком ЕБИТДА. Снижение капвложений отражает ситуацию в отрасли в целом – на фоне снижения цен на нефть нефтяные компании пересматривают свои инвестиционные программы, снижая объемы нового бурения.

**Крупнейшим клиентом EDC по-прежнему остается ЛУКОЙЛ**

**EDC продолжает проводить консервативную долговую политику - соотношение Чистый долг / ЕБИТДА повысилось в 2014 г. до 0,95х с 0,36х по итогам 2013 г.**

**Снижение капвложений компании отражает негативную ситуацию в отрасли в целом, однако EDC сохраняет сильный кредитный профиль...**

Показатели Eurasia Drilling Company	По US GAAP			
	2012	2013	2014	% изм.
Финансовые показатели (млн долл.)				
Выручка	3237,3	3487,9	2975,2	-14,7%
ЕБИТДА (скорректированная)	790,0	940,0	834,4	-11,2%
Чистая прибыль	382,0	432,1	420,8	-2,6%
Прибыль от операционной деятельности	544,8	624,8	554,6	-11,2%
маржа по ЕБИТДА	24,4%	27,0%	28,0%	1 п.п.
маржа по Чистой прибыли	11,8%	12,4%	14,1%	1,7 п.п.
Балансовые показатели (млн долл.)				
Активы	3035,1	3721,7	2685,9	-27,8%
Денежные средства и эквиваленты	305,3	777,8	327,1	-58,0%
Долг	699,9	1114,5	1119,4	0,4%
краткосрочный	257,9	104,4	126,5	21,1%
долгосрочный	442,0	1010,1	993,0	-1,7%
Чистый долг	394,5	336,7	792,3	135,3%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА	0,50	0,36	0,95	-
Долг / LTM ЕБИТДА	0,89	1,19	1,34	-
Источник: Данные компании, расчеты PSB Research				

Напомним, в январе Schlumberger (Ааз/АА-/АА-) договорилась о выкупе 46% акций Eurasia Drilling с последующей возможностью консолидации 100% компании котировки. Данная новость вызвала ралли в евробонде EDC-20, который по доходности перекотировался с 15% до 9,1%, в результате чего спред к выпуску Lukoil-20

10 апреля 2015

**Доходность выпуск EDC-20 на текущий момент выглядит справедливо и дальнейшая динамика будет определяться позицией Schlumberger по ограничениям ФАС.**

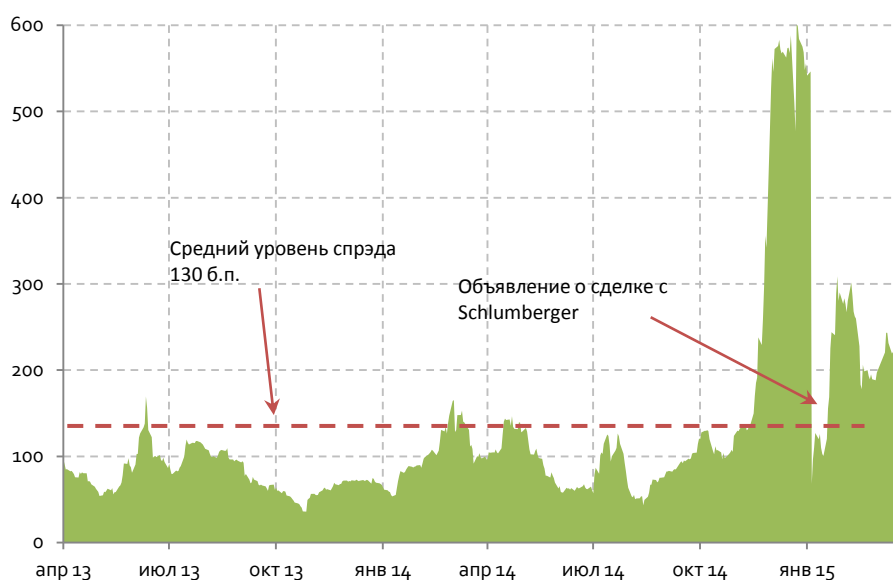
(крупнейший клиент EDC) сузился с 550-600 б.п. до 130 б.п., что является средним докризисным уровнем для данных выпусков евробондов.

При этом ФАС России настаивает на том, что Schlumberger после покупки акций EDC в случае новой волны санкций в отношении России должна будет продать пакет в компании российскому инвестору, а не вывести активы из страны. После того как регулятор наложил ограничение на сделку спрэд EDC-20 - Lukoil-20 расширился до 245 б.п. за счет опережающего роста котировок евробондов нефтяной компании.

При этом относительно выпусков санкционной Роснефти потенциал роста котировок EDC выглядит скромно. Так, спрэд евробондов к Rosneft-20 (ex TNK-BP) составляет 128 б.п. при среднем значении с момента размещения порядка 95-100 б.п.

В результате, принятие ограничений ФАС Schlumberger может вызвать новый всплеск роста в евробондах EDC. Вместе с тем, на текущий момент относительно рынка бумаги компании выглядят справедливо, ждем сохранения динамики вместе с рынком в целом.

Спрэд EDC-20 - Lukoil-20, б.п.



Источник: Bloomberg

Дмитрий Грицкевич

10 апреля 2015

**Контакты:**
**ПАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

**Николай Кашцев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39  
 Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61  
**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06  
**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31  
**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14  
**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ**

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12  
**Дмитрий Иванов** Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35  
**Константин Квашнин** Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69  
**Собаев Руслан** sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18  
**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34  
**Устинов Максим** ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34  
**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
**Виктория Давитиашвили** DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

10 апреля 2015

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.