

НА ПУТИ К СОКРАЩЕНИЮ СТОИМОСТИ ДОЛГА

Компания размещает один выпуск облигаций и досрочно выкупает другой

Рокировка. Как мы указывали в нашем февральском специальном обзоре, в связи с переносом IPO Группа Кокс сделала выбор в пользу долгового рынка. В настоящий момент компания проводит сбор заявок на размещения биржевых облигаций серии 02 (параметры приведены в таблице справа). Одновременно Кокс объявил о выкупе обращающегося выпуска Кокс-2, погашение которого наступает в марте 2012 г., по цене 103,95% от номинала. Решение компании выкупить бумаги раньше срока неудивительно, учитывая, что купон по этому выпуску установлен на уровне 12%, а это заметно выше текущего рыночного значения.

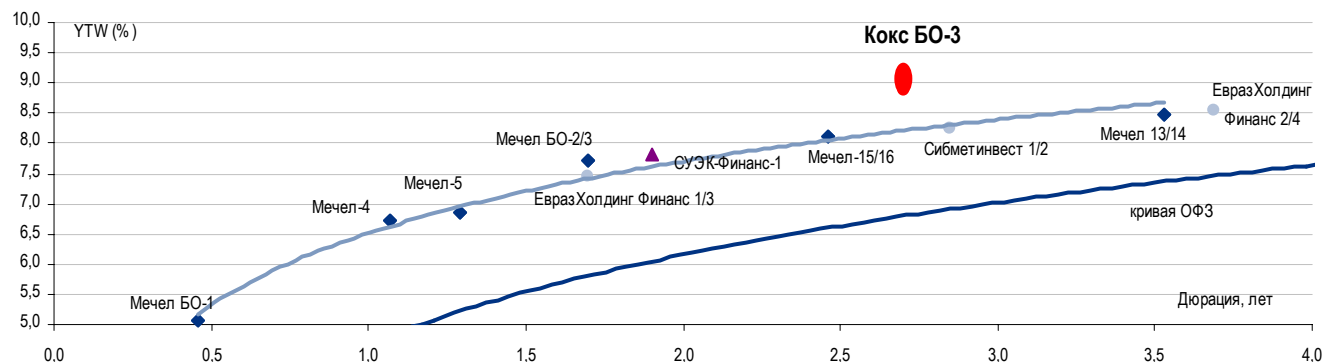
Компания предпочла акционерному капиталу долговой. На нижней границе ориентира по доходности (YTM 8,89%) облигации Кокса предлагают премию к ОФЗ порядка 210 б.п., в то время как премия к выпускам второго эшелона с рейтингом В1/В+ составит 60 б.п. Данный уровень, несмотря на крепкий кредитный профиль Кокса, выглядит несколько агрессивным, учитывая, что размещаемый выпуск не войдет в ломбардный список в связи с ужесточением требований ЦБ к рейтингам включаемых бумаг и приостановке в этой связи включения в список с 1 апреля 2011 г. облигаций эмитентов, которым присвоены рейтинги на уровне В/В2. В то же время весьма достойные финансовые результаты Кокса в 2010 г. и благоприятная рыночная конъюнктура в текущем году вполне могут способствовать повышению кредитных рейтингов компании, что позволит эмитируемым облигациям Кокса войти в список репо ЦБ, в который, к слову, входит, выпуск Кокс-2. С учетом вышесказанного мы полагаем, что размещение нового выпуска может пройти по нижней границе диапазона.

Информация о выпуске Кокс БО-2

Эмитент	ОАО "Кокс"
Рейтинг эмитента	В/В2
Объем выпуска	5 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	3 года
Оферта	Отсутствует
Ориентир ставки купона	8,7-8,9%
Ориентир по доходности	YTM 8,89-9,2%
Тип размещения	По книге заявок
Дата размещения	1 июня 2011 г.

Выпуск Кокс БО-2 не предлагает премии «за неломбардность»

Диаграмма доходностей рублевых облигаций компаний металлургического сектора*



* Данные указаны по состоянию на 27 мая 2011 г.

Источники: ММВБ

Сильные стороны. Группа Кокс – вертикально интегрированный холдинг, специализирующийся на производстве чугуна и кокса, а также добыче и переработке коксующегося угля и железной руды. Группа Кокс является крупнейшим в мире экспортером товарного чугуна, а также одним из крупнейших в России производителей и основным экспортером кокса. Основные производственные мощности группы расположены в Кемеровской и Тульской областях России. Бенефициаром компании является семья депутата Госдумы Бориса Зубицкого, владеющая около 84% акций. Эмитент достаточно хорошо известен рынку, поэтому мы остановимся на ключевых, на наш взгляд, сильных сторонах кредитного профиля компании:

- **Благоприятная конъюнктура рынка.** Порядка 60% выручки Кокса приходится на продажи чугуна, используемого при выплавке стали (в 2010 г. доля этого сегмента в структуре выручки Кокса составила 57%). В 2010 г. производство стали в мире, по данным WSA, увеличилось на 15% до 1,4 млрд т, превысив уровень докризисного 2007 г. При этом в России производство стали выросло почти на 12%. Нарастивать производство продолжил и Китай, доля которого в мировом выпуске в 2010 г. достигла 44%. В 2011 г. эксперты ожидают дальнейшего роста выпуска стали (+5%), что который поддержит высокий спрос на используемый при производстве стали чугун. Дополнительным фактором увеличения спроса на чугун является продолжающееся сокращение предложения металлолома, в частности в России, где в конце 1980-х начале 1990-х годов выпуск стали был существенно сокращен (формирование металлолома занимает порядка 20–25 лет). Что касается кокса (второго по значению вида продукции группы), то в 2010 г. цена на коксующийся уголь в России увеличилась на впечатляющие 110% до 138 долл./т. С начала 2011 г. положительная динамика цен сохраняется.
- **Заметный рост финансовых показателей в 2010 г.** Благоприятная рыночная конъюнктура позволила компании существенно улучшить финансовые показатели. В то время как производство кокса в 2010 г. компания увеличила на 12% (с 2,5 млн т в 2009 г. до 2,8 млн т в 2010 г.), выручка этого сегмента выросла более чем в два раза, составив 14,5 млрд руб., а рост выручки от продаж кокса на внутреннем рынке составил 120% (поступления составили 8,5 млрд руб.). Что касается чугуна, то, несмотря на то что компания сократила его производство на 5% до 2,1 млн т, выручка этого сегмента увеличилась на 46% до 25,3 млрд руб. Рост поступлений от реализации угольного концентрата составил 141% до 2,3 млрд руб., при том что объем добычи коксующегося угля в 2010 г. компания снизила на 18%.
- **Улучшение кредитных метрик в 2010 г.** Выручка Кокса по итогам 2010 г. составила 44,3 млрд руб., практически совпав с оценочными данными, представленными компанией в начале текущего года (44,7 млрд руб) и увеличившись на 64% по сравнению с 2009 г. Отметим, что компания скорректировала операционные показатели за 2009 г. в связи с деконсолидацией в 2010 г. никелевых активов (ЗАО «Режникель» и ОАО «Уфалейникель»). Рост EBITDA благодаря опережающему росту цен на продукцию компании достиг впечатляющих 114%, а рентабельность по EBITDA в 2010 г. повысилась до 20,7% с 15,9% в 2009 г. Совокупный долг Кокса на конец 2010 г. практически не изменился, составив на 31 декабря 2010 г. 21,2 млрд руб. За счет роста операционной прибыли долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась до комфортного уровня 2,3 с 4,7 на начало 2010 г. Структура долга также улучшилась, с учетом того что доля краткосрочных заимствований сократилась до 25%. Кроме того, мы обратили внимание, что инвестиционные затраты Кокса в 2010 г. упали почти вдвое по сравнению с 2009 г. – до 3,7 млрд руб. В ближайшие годы мы ожидаем увеличения объема инвестиций Кокса в связи с планами компании повысить уровень вертикальной интеграции. В то же время исходя из показателей 2010 г. и благоприятной конъюнктуры рынка в текущем году, на наш взгляд, Кокс имеет определенный потенциал для увеличения долга с целью финансирования инвестиций без ущерба для кредитного качества.

Ключевые финансовые показатели Группы Кокс

МСФО, млн руб.			
	2009	2010	Изм. 2010/2009, %
Выручка	26 993	44 259	64,0
ЕБИТДА	4 284	9 159	113,8
Процентные расходы	2 615	2 381	(8,9)
Совокупный долг	20 887	21 245	1,7
Чистый долг			
в т.ч. краткосрочный долг	9 934	5 275	(46,9)
Денежные средства	567	2 705	377,1
Чистый долг	20 320	18 540	(8,8)
Капитал	24 622	20 048	(18,6)
Активы	55 178	52 022	(5,7)
Операционный ден. поток	8 771	7 808	(11,0)
Капитальные затраты	6 113	3 745	(38,7)
<i>Кoeffициенты</i>			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	15,9	20,7	
ЕБИТДА/Процентные расходы	1,6	3,8	
Долг/ЕБИТДА	4,9	2,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	4,7	2,0	
Долг/Капитал	0,8	1,1	
Доля краткосрочного долга (%)	47,6	24,8	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

- **Поддержка со стороны госбанков и невысокие риски рефинансирования.** На 30 сентября 2010 г. более 60% кредитов Кокса было предоставлено госбанками, а крупнейшим кредитором с долей в 46% являлся Сбербанк (в настоящее время Сбербанк, как нам подтвердили в компании, остается крупнейшим кредитором Кокса). Мы расцениваем это как позитивный момент, смягчающий в определенной степени риск рефинансирования долговых обязательств.
 - **Репутация надежного заемщика на публичном рынке.** Кокс всегда своевременно исполнял обязательства перед инвесторами, в том числе в непростом 2009 году.
- Риски.** Невзирая на все преимущества компании, при принятии решения об инвестировании в ее долговые инструменты помимо общеотраслевых необходимо учитывать следующие риски.
- **Невысокий уровень информационной и финансовой открытости.** Кокс не публикует промежуточных финансовых результатов по МСФО, что затрудняет анализ актуальной информации. Вместе с тем стоит принять во внимание, что компания рассматривает возможность размещения еврооблигаций в нынешнем году. Мы ожидаем, что это событие может способствовать повышению информационной и финансовой прозрачности компании. Кроме того, поскольку по выпускам еврооблигаций в большинстве случаев предусмотрены финансовые ковенанты, можно ожидать, что в части долговой политики эмитент не будет слишком агрессивным
 - **Большой объем инвестиций, запланированных на 2011-2014 гг.** В материалах к IPO, которое впоследствии было отложено, содержится информация о том, что в текущем году Кокс может вдвое увеличить инвестиции по сравнению с 2010 г. до 199 млн долл. А всего в 2011–2014 гг. планируется осуществить инвестиции в объеме около 1 млрд долл. Цифра весьма внушительная, однако мы полагаем, что этот объем был намечен с учетом поступлений средств от размещения акций, и ожидаем, что компания будет проводить взвешенную финансовую политику, тем более что, как мы понимаем, Кокс обладает определенной гибкостью в отношении осуществления инвестиционных затрат.

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, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, sonyushkinada@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

Антон Кулаков, kulakovak@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

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2011