

### ДОРОГАЯ БУМАГА НА ФОНЕ СЛАБЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

#### Компания представила финансовые результаты за 1 п/г 2011 г.

**Кокс опубликовал неважные результаты за 1 п/г 2011 г.** Выручка компании за 1 п/г 2011 г. увеличилась на 11% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и составила 24,54 млрд руб. Росту выручки способствовало повышение внутренних и внешних цен на кокс и чугун. Показатель EBITDA за 1 п/г 2011 г. составил 4,12 млрд руб., снизившись за год на 25%, что отчасти объясняется ростом себестоимости производства кокса, но в большей мере – ростом транспортных издержек в связи с включением в структуру операционных расходов Группы транспортных расходов интегрированной во 2 п/г 2010 г. Industrial Metallurgical Trading (реализует продукцию конечным потребителям на внешних рынках и привлекает внешнее торговое финансирование). Таким образом, рентабельность снизилась с 24,7% на конец 1 п/г 2010 г. до 16,8% на конец 1 п/г 2011 г. Чистая прибыль увеличилась на 254% год к году до 1,63 млрд руб., что во многом связано с признанием в 1 п/г 2010 г. убытка от прекращенной деятельности в рамках продажи части активов конечным бенефициарам Группы.

**Долг компании растет.** Показатели общего и чистого долга компании за последние полгода выросли до 26,6 млрд руб. (+25%) и 25,1 млрд руб. (+35%) соответственно, чему способствовала как вышеупомянутая интеграция IMF (вновь привлеченное этой компанией торговое финансирование стало причиной роста чистого долга на 4,7 млрд руб.), так и увеличение потребности в финансировании строительства шахт «Бутовская» и «Тихова». Как следствие, отношение Долг/EBITDA по итогам 1 п/г повысилось с 2,3 до 3,4, Чистый долг/EBITDA – с 2,0 до 3,2. Стоит отметить, что компания обладает минимально комфортной ликвидной позицией – коэффициент текущей ликвидности равен 1,1 – и достаточно высоким левериджем – активы профинансированы капиталом менее чем на 40%. Доля краткосрочной задолженности в последние полгода незначительно увеличилась – до 29,8%. При этом в 1 п/г 2011 г. компании удалось существенно снизить стоимость обслуживания долга – с 8,8% до 6,91%, чему во многом способствовало замещение облигационного займа второй серии со ставкой 12% новым выпуском биржевых облигаций второй серии (на сумму 5 млрд руб.) со ставкой 8,7%.

**Операционный денежный поток не покрывает капзатрат.** Денежный поток от операционной деятельности компании в 1 п/г 2011 г. оказался отрицательным и составил минус 3,1 млрд руб. против минус 401 млн руб. годом ранее. И вновь картину испортила новая интегрированная сбытовая структура, IMF, создание которой привело к возникновению серьезной потребности в пополнении оборотного капитала, в частности запасов. В этом же периоде существенно увеличились капзатраты – с 1,4 годом ранее до 2,5 млрд руб. за счет строительства шахт «Бутовская» и «Тихова». Все эти факторы способствовали росту долга компании. Как следует из меморандума к размещению еврооблигаций, капзатраты Кокса в текущем году могут достичь 6,3 млрд руб., а в 2012 г. – 12,9 млрд руб.

**Долговая нагрузка практически на максимально допустимом уровне.** В начале августа стало известно, что Кокс привлек две кредитные линии Сбербанк на общую сумму 530 млн долл. Первая линия в объеме 400 млн долл. сроком на четыре года, скорее всего, будет использоваться для реализации инвестиционной программы, а вторая, пятилетняя на 130 млн долл., пойдет на финансирование операционной деятельности. В случае полной выборки линий (с поправкой на то, что часть этих средств будет направлена на рефинансирование краткосрочного долга) общий долг компании может увеличиться до 35,3 млрд руб., а отношение Долг/EBITDA приблизится к 4 – это, безусловно, негативный сценарий

#### Ключевые показатели Группы Кокс

МСФО, млн руб.			
	1 п/г 2010	2010	1 п/г 11
Выручка	22 165	44 259	24 538
Валовая прибыль	6 791	12 194	8 140
ЕБИТДА	5 469	9 159	4 117
Чистая прибыль	461	1 501	1 633
Краткосрочный долг		5 275	7 936
Долгосрочный долг		15 970	18 657
Чистый долг		18 540	25 068
Общий долг		21 245	26 593
Капитал		20 048	21 782
Активы		52 022	58 215
Валовая рентабельность	30,6	27,6	33,2
Рентабельность EBITDA	24,7	20,7	16,8
Коэфф. текущей ликвидности	2,5	2,5	2,2
Долг / EBITDA		2,3	3,4
Чистый долг / EBITDA		2,0	3,2
Капитал / Активы		0,4	0,4
Капитал / Долг		0,9	0,8
Доля краткосрочного долга		24,8	29,8
Операц. ден. поток	(401)	7 915	(3 081)
Ден. поток от инвест. деят.	3 253	680	(2 557)
Ден. поток от фин. деят.	320	(6 378)	468
Капзатраты	(1 355)	(3 745)	(2 486)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

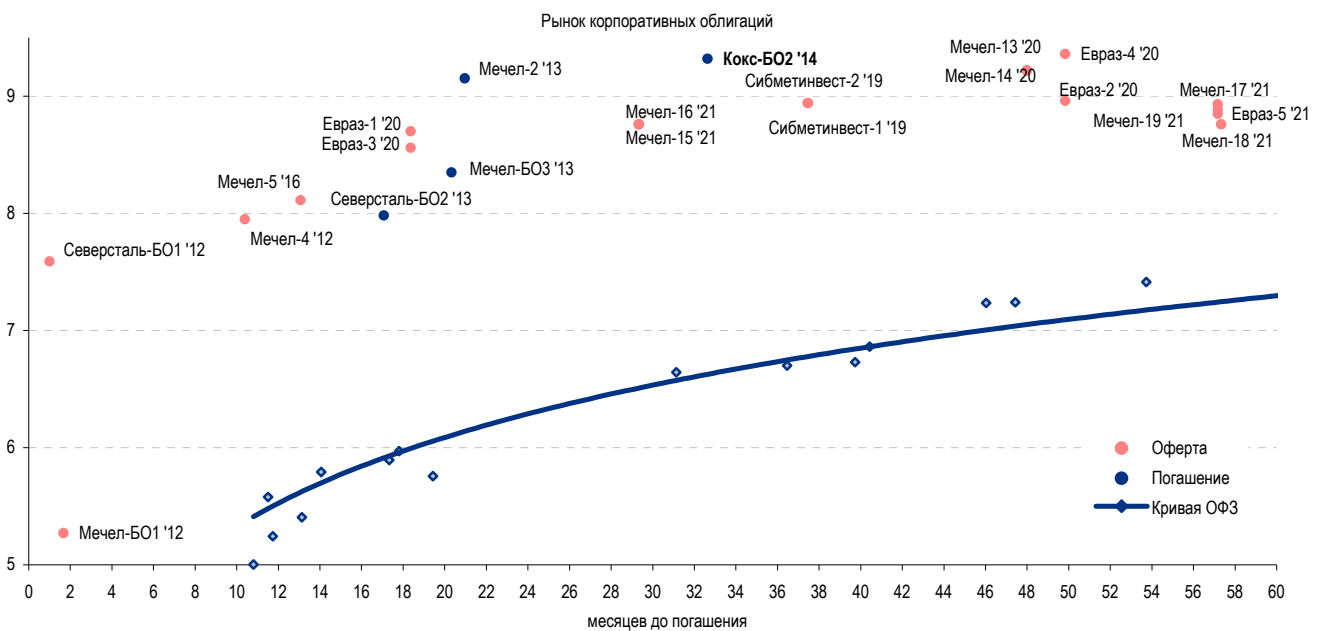
Компания представила финансовые результаты за 1 п/г 2011 г.

для Кокса. Между тем необходимо принять во внимание, что слабые результаты 1 п/г во многом являются следствием разовой консолидации нового сбытового актива, поэтому, вероятно, компания скоро сможет вернуть показатели на уровни 2010 г., когда операционной поток с лихвой покрывал ее инвестиционные потребности. При таком сценарии рост долговой нагрузки едва ли будет столь же существенным. Нелишним будет напомнить, что, согласно ковенантам по недавно размещенным евробондам, максимально возможное значение коэффициента Долг/ЕБИТДА Кокса составляет 3,5, и сейчас компания уже вплотную приблизилась к этому уровню.

**Мы с осторожностью относимся к бумагам Кокса.** В настоящий момент публичные долговые обязательства Кокса, по сути, представлены двумя обращающимися выпусками облигаций – биржевыми облигациями второй серии и евробондами с погашением в 2016 г. Выпуск облигаций второй серии с купоном 12% был выкуплен на 95,8% в момент размещения биржевых облигаций и его анализ представляется нецелесообразным. Кокс-БО2 при дюрации 2,4 года торгуется с доходностью около 9,3% и спредом к бумагам Евраза на уровне всего 20–30 б.п. Учитывая неважные финансовые результаты, растущий долг и в целом более слабые кредитные метрики, а также меньший масштаб бизнеса Кокса, справедливая величина спреда, на наш взгляд, должна составлять 90–100 б.п. Таким образом, текущая оценка бондов Кокса выглядит завышенной, особенно на фоне ухудшающейся рыночной конъюнктуры. Евробонды Коксы, рейтинг которых на одну ступень ниже (В-/В3/-), торгуются со спредом к кривой Евраза на уровне 165 б.п., что выглядит более привлекательно. И хотя бумаги Кокса обладают некоторым потенциалом к сужению спреда, мы рекомендуем соблюдать максимальную осторожность при оценке рисков этой инвестиции.

### Облигации Кокса слишком дороги

Ликвидные рублевые облигации компаний металлургического сектора, 21.09.2011



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## 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

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, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru  
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@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

#### 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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@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 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