

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ ВЫСОКОЙ, ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ ОГРАНИЧЕНО НЕОБХОДИМОСТЬЮ МАСШТАБНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

### Финансовые результаты по МСФО за 2 п/г и весь 2011 г.

**Неоднозначные итоги года.** Вчера Группа Кокс обнародовала финансовые результаты за 2 п/г и весь 2011 г. по МСФО, которые оставили неоднозначное впечатление. С одной стороны, нельзя не отметить улучшение структуры долгового портфеля и снижение долговой нагрузки, которая все же остается высокой для эмитента с циклической бизнес-моделью. С другой – слабые операционные результаты, снижение показателя EBITDA и, соответственно, рентабельности (на фоне роста операционных расходов), необходимость масштабных инвестиций, не позволяющая снизить долг в среднесрочной перспективе, продолжают оказывать негативное давление на кредитный профиль эмитента. Кроме того, в ходе телефонной конференции руководство Кокса представило крайне осторожную оценку перспектив рынка кокса и чугуна в 2012 г., что также является негативным фактором с точки зрения устойчивости финансового профиля компании.

**Рост выручки за счет повышения цен, снижение EBITDA и рентабельности на фоне роста расходов.** В 2011 г. выручка Группы Кокс повысилась на 26% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 55,6 млрд руб. благодаря росту цен на продукцию, при том что общий объем производства по всем основным направлениям (производство кокса и чугуна) практически остался на прежнем уровне. Показатель EBITDA снизился на 10% до 8,2 млрд руб., при этом операционная рентабельность просела с 21% до 16%, что, на наш взгляд, опять же связано с продолжающимся ростом себестоимости производства кокса и существенным увеличением расходов по продаже продукции во 2 п/г 2011 г. Дополнительное давление на чистую прибыль (-18% до 1,2 млрд руб.) оказал убыток от курсовых разниц на сумму 2 млрд руб. вследствие переоценки валютной составляющей долгового портфеля.

**Свободный денежный поток по-прежнему отрицательный, потребность в капвложениях не позволит снизить долг.** Как мы и предполагали, ситуация с денежными потоками Кокса во 2 п/г 2011 г. несколько улучшилась – компании удалось вывести операционный денежный поток в положительную зону (7,9 млрд руб., 4,3 млрд руб. по итогам года). Напомним, что причиной резкого снижения показателя в 1 п/г 2011 г. стала именно потребность в пополнении оборотного капитала в связи с консолидацией трейдера IMT. Однако положительного значения операционного денежного потока во 2 п/г 2011 г. оказалось недостаточно для покрытия всех капитальных затрат (6,7 млрд руб.), и в результате свободный денежный поток так и остался в отрицательной зоне. В ближайшие два года ожидается пик инвестиционной нагрузки – в 2012–2013 гг. компания намерена направлять на капзатраты порядка 9 млрд руб. ежегодно, что связано с завершающей фазой приоритетных проектов в угольном сегменте. В 2012 г. основную часть инвестпрограммы (80%, или 7 млрд руб.) составляют затраты на строительство шахт «Бутовская» и им. Тихова (которые планируется ввести в эксплуатацию в 2013 и 2014 гг. соответственно), а оставшаяся часть, представленная капзатратами на поддержание текущей деятельности (2 млрд руб.), в случае необходимости может быть скорректирована в сторону понижения. Учитывая осторожный прогноз менеджмента на ближайший год, мы полагаем, что основная часть инвестпрограммы будет вновь профинансирована из заемных средств, несмотря на ожидающееся положительное значение операционного денежного потока в 1 п/г 2012 г. ввиду отсутствия необходимости пополнения оборотного капитала в связи с завершившейся интеграцией трейдера IMT.

**Нарушения ковенантов удалось избежать, долговая нагрузка немного снизилась.** Во 2 п/г 2011 г. компании удалось немного улучшить показатели кредитоспособности. В абсолютном значении совокупный долг группы за июль-сентябрь фактически не изменился и по итогам года составил 26 млрд руб. (-4% к 1 п/г 2011 г.), однако коэффициенты долговой нагрузки Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA несколько снизились – с 3,4 и 3,2 соответственно на конец 1 п/г 2011 г. до 2,9. Напомним, что по условиям выпуска еврооблигаций KOKSRU'16 отношение Долг/EBITDA не должно превышать 3,5. Еще одним позитивным фактором, помимо снижения долговой нагрузки, стало улучшение структуры портфеля: доля краткосрочных обязательств за последние полгода резко снизилась с 30% до 19% и, насколько мы понимаем, они по большей части были рефинансированы. В текущем году Коксу необходимо погасить задолженность на сумму 4,9 млрд руб., представленную банковскими кредитами. При этом ликвидная позиция компании остается не самой ком-

#### Обращающиеся выпуски

KOKSRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Koks '16	350 \$	7,75	23 июн 16	9,32
Кокс БО-2	5 000 R	8,70	28 май 14	10,54

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты по МСФО за 2 п/г и весь 2011 г.

фортной – на конец декабря объем денежных средств и эквивалентов на балансе составлял 180 млн руб., а коэффициент текущей ликвидности не превышал 1 (1,1 на конец июня 2011 г.). Вместе с тем, в ходе телеконференции менеджмент подтвердил, что, несмотря на все ограничения, компания не будет испытывать проблем с выполнением своих обязательств, так как в качестве дополнительного источника ликвидности для рефинансирования/продлонгации займов Кокс готов задействовать открытые банковские кредитные линии. Напомним, что во второй половине года стало известно о привлечении Группой Кокс двух кредитных линий в Сбербанке на общую сумму 530 млн долл. – первую объемом 400 млн долл. сроком на четыре года, вторую – на 130 млн долл. на пять лет, также компания открыла кредитную линию в Газпромбанке на сумму 9,8 млрд руб. сроком на десять лет.

### Ключевые финансовые показатели Группы Кокс

МСФО, млн руб.	2008	2009	2010	1 п/г 11	2011
Выручка	48 239	26 993	44 259	24 538	55 589
Валовая прибыль	14 857	6 612	12 194	8 140	16 019
ЕБИТДА	13 379	4 152	9 159	4 117	8 846
Чистая прибыль	7 456	(4 517)	1 501	1 633	1 227
Чистый долг	27 855	19 148	18 294	24 786	25 386
Долг	29 798	19 719	21 245	26 593	25 566
Капитал	33 348	24 622	20 048	21 782	21 585
Активы	81 125	55 178	55 022	58 215	56 618
Валовая рентабельность	30,8	24,5	27,6	33,2	28,8
Рентабельность по ЕБИТДА, %	27,7	15,4	20,7	16,8	15,9
Долг / ЕБИТДА	2,2	4,7	2,3	3,4	2,9
Чистый долг / ЕБИТДА	2,1	4,6	2,0	3,2	2,9
Акционерный капитал / Активы	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Акционерный капитал / Долг	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8
Доля краткосрочного долга, %	53,3	48,5	24,8	29,8	19,0
Операционный денежный поток	11 647	8 771	7 808	(3 081)	4 856
Денежный поток от инвест. деятельности	(5 350)	(4 047)	680	(2 557)	(6 251)
Денежный поток от фин. деятельности	(6 540)	(5 615)	(6 378)	468	(1 623)
Капзатраты	(5 484)	(6 113)	(4 216)	(2 486)	(6 762)
Свободный денежный поток	6 163	2 658	4 063	(5 567)	(1 906)
Операционный денежный поток / Капзатраты	2,1	1,4	2,1	(1,2)	0,7

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Прогноз на 2012 г.** Учитывая негативную динамику цен на коксующийся уголь и чугун с начала года и осторожный прогноз менеджмента в части конъюнктуры соответствующих рынков, результаты за 1 п/г 2012 г., как ожидается, будут не лучше, чем в 1 п/г 2011 г., тогда как во 2 п/г 2012 г. цены на сырье, по мнению руководства компании, должны частично восстановиться, что позволит Коксу продемонстрировать годовые результаты, не уступающие показателям 2011 г.

**Мы с осторожностью относимся к бумагам Группы Кокс.** На публичном рынке эмитент представлен двумя выпусками облигаций: рублевым Кокс-БО-2 на сумму 5 млрд руб. и еврооблигациями КОКСRU'16 объемом 350 млн долл. В текущих условиях мы достаточно осторожно оцениваем кредитное качество Группы Кокс. С момента публикации нашего специализированного обзора по горно-металлургическому сектору («Горно-металлургический сектор – сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность» от 21 марта 2012 г.), доходность единственного евробонда КОКСRU'16 выросла на 90 б.п. до 9,35%. Учитывая вышеобозначенные риски, а также в целом более низкие кредитные рейтинги Кокса и меньшие масштабы бизнеса в сравнении с другими представителями сектора, справедливый спред выпуска КОКСRU'16 к бумагам металлургического сектора второго эшелона на внешнем рынке, по нашей оценке, должен составлять не менее 190–200 б.п.

Предыдущие публикации по теме:

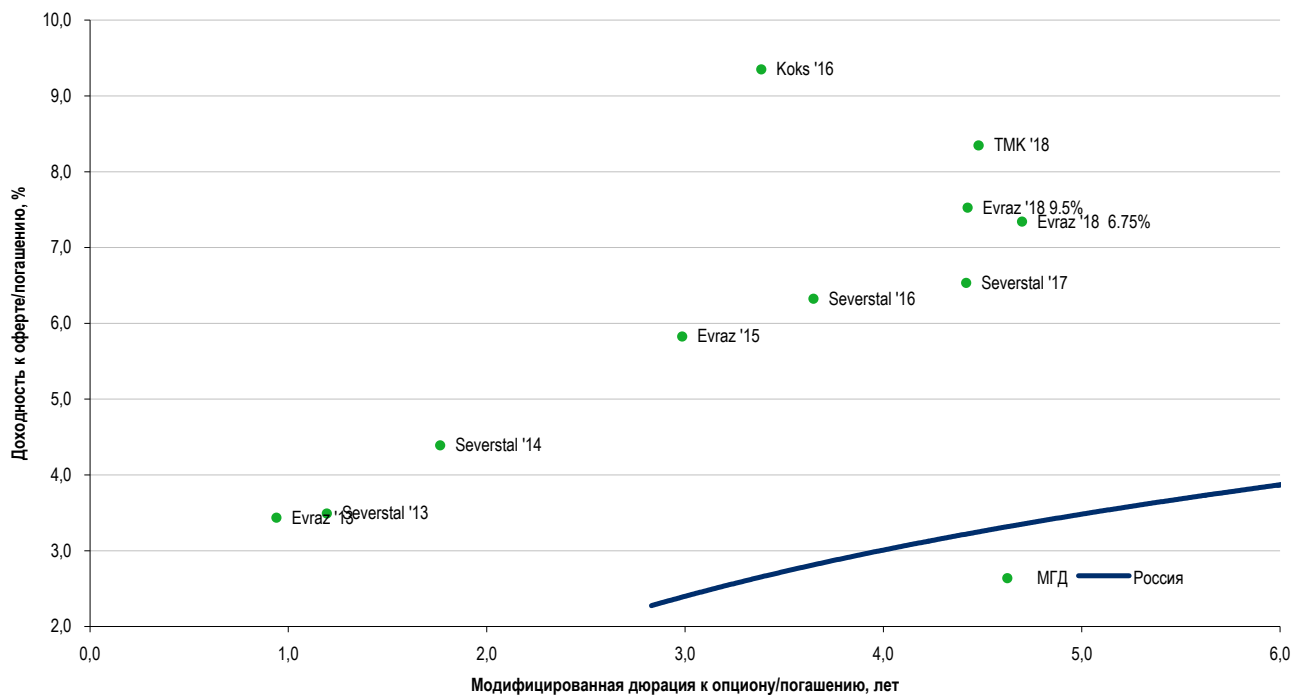
21 марта 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321\\_FI\\_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=us](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FI_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=us)

См. карту доходностей и таблицу на следующих страницах.

**В горно-металлургическом секторе мы отдаем предпочтение бумагам Евраз**

Еврооблигации некоторых российских горнометаллургических компаний, 18.04.2012 г.



Источники: Bloomberg

Финансовые результаты по МСФО за 2 п/г и весь 2011 г.

**Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов**

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатры, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
<b>Химическая промышленность</b>											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
<b>Развитые страны</b>											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,4	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
<b>Развитые страны</b>											
	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel BBB+/A2/-	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
	Alcoa BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
	Tata Steel BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
	China Steel -	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
	ЕвроХим ВВ-/ВВ	4 467	1 645	36,8	810	1,7	3 003	1,8	1,8	2,6	0,4
	Акрон* /В1/В+	2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
	Евраз* В+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь ВВ/Ba2/BB-	16 800	4 200	25,0	1 750	1,1	6 231	1,5	1,0	1,6	0,4
2011П	ММК* -/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК* BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	РУСАЛ* -	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел -/В1/-	12 900	2 243	17,4	1 800	0,4	8 786	3,9	3,8	1,3	0,3
	ТМК* В+/В1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская* -/В1/В+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест -/Ba3/BB-	10 984	3 936	35,8	476	4,9	5 117	1,4	1,2	1,6	0,4
	Кокс* В/В2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК* -/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА ВВ-/Ba3/BB-	4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3
<b>Химическая промышленность</b>											
	ЕвроХим	5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
	Акрон	2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
	Евраз	16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
	Северсталь	16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П	ММК	10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
	НЛМК	12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
	РУСАЛ	11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
	Мечел	12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
	ТМК	7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
	Распадская	1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
	Металлоинвест	10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
	Кокс	1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
	СУЭК	7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
	АЛРОСА	4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

\* Фактические данные

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@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  
Алексей Андреев, andreevae@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  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012