

ВЫСОКАЯ ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА КОМПЕНСИРУЕТСЯ ПОДДЕРЖКОЙ КРЕДИТОРОВ. БУМАГА МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ ИНТЕРЕС ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ, СКЛОННЫХ К РИСКУ

Финансовые результаты по итогам 1 п/г 2012 г. по МСФО

Умеренно позитивные результаты. Вчера Группа «Кокс» обнародовала финансовый отчет за 1 п/г 2012 г. по МСФО и провела телефонную конференцию, в ходе которой представила некоторые прогнозы на вторую половину года. Динамика ключевых финансовых показателей (выручки и EBITDA) год к году оказалась слабой вследствие снижения цен на основные виды продукции (чугун и кокс), однако изменения в оборотном капитале позволили вывести свободный денежный поток в зону положительных значений. Узким местом кредитного профиля компании по-прежнему является высокая долговая нагрузка и масштабная инвестиционная программа по развитию угледобывающего сегмента, которая не позволяет существенно сократить задолженность в краткосрочной перспективе. Однако негативные факторы компенсируются поддержкой госбанков (основные кредиторы – Сбербанк и Газпромбанк), а также наличием большого объема подтвержденных и неиспользованных кредитных линий, вдвое покрывающих совокупный долг.

Ожидаемо слабая динамика финансовых показателей, позитивные прогнозы на 3 кв. 2012 г. По итогам 1 п/г 2012 г. выручка группы сократилась на 4% до 23,4 млрд руб. (здесь и далее – год к году, если не указано другое), что обусловлено негативными рыночными тенденциями: снижением цен и объемов производства чугуна и кокса, а также уменьшением транспортных расходов за счет изменения структуры сбыта товаров. EBITDA снизилась на 11% до 3,8 млрд руб., что привело к сокращению операционной рентабельности до 16,6% против 17,8% годом ранее. Дополнительное давление на чистую прибыль (-45% до 899 млн руб.) вновь оказал убыток от курсовых разниц на сумму 500 млн руб. В ходе телефонной конференции руководство представило более позитивную оценку динамики цен на 2 п/г 2012 г. Контракты на 3 кв. заключаются по ценам выше текущих, что с учетом полной загрузки мощностей дает основания ожидать восстановления ключевых показателей во второй половине года.

Положительный денежный поток на фоне изменений в оборотном капитале. Как мы и ожидали, ситуация с денежными потоками с начала года заметно улучшилась, что во многом обусловлено изменениями в оборотном капитале. Так, по итогам 1 п/г 2012 г. операционный денежный поток составил 6 млрд руб., превысив показатель за весь 2011 г. (4,8 млрд руб.). Изменение каналов сбыта способствовало сокращению запасов и дебиторской задолженности, а также, соответственно, высвобождению средств из оборотного капитала. Получение же авансовых платежей под новые контракты на 2 п/г 2012 г. привело к повышению кредиторской задолженности. Сгенерированных средств хватило для финансирования капитальных затрат в размере 4 млрд руб. и

Обращающиеся выпуски

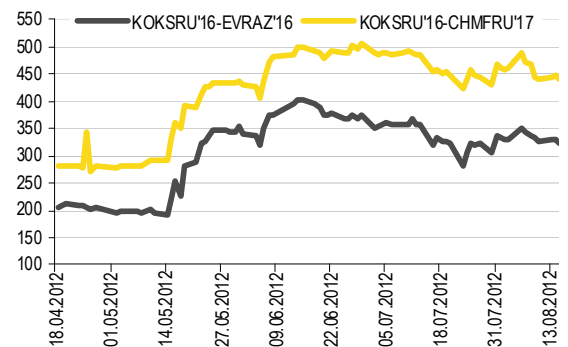
KOKSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Лог.	Доходн., %
Koks '16	350 \$	7,75	23 июн 16	10,36
Кокс БО-2	5000 R	8,70	28 май 14	11,62

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Потенциал сужения спреда сохраняется

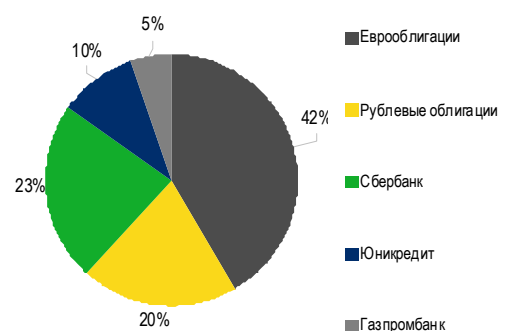
Динамика спреда бумаг, б.п.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Основная часть задолженности представлена публичным долгом

Крупнейшие кредиторы Группы "Кокс", 1 п/г 2012 г.



Источники: данные компании

позволило вновь вывести в зону положительных значений показатель свободного денежного потока, который оставался отрицательным на протяжении последнего года. Инвестиции в развитие угледобывающего сегмента, согласно комментариям представителей компании, идут по плану, и объем программы до конца текущего года подтвержден на уровне 9 млрд руб. Напомним, что в нынешнем году основная часть инвестиций (80%, или 7 млрд руб.) направляется на строительство шахт «Бутовская» и им. Тихова (их планируется ввести в эксплуатацию в 2013 и 2014 гг. соответственно), а оставшаяся часть представлена капзатратами на обеспечение текущей деятельности (около 2 млрд руб.), может быть скорректирована в сторону понижения в случае необходимости. Мы считаем, что часть инвестпрограммы будет финансироваться за счет заемных средств, несмотря на ожидающееся положительное значение операционного денежного потока во 2 п/г 2012 г.

Ключевые финансовые показатели Группы "Кокс"

МСФО млн руб.	2 008	2 009	2 010	1 п/г 11	2 011	1 п/г 12
Выручка	48 239	26 993	44 259	24 538	55 589	23 480
Валовая прибыль	14 857	6 612	12 194	8 140	16 019	5 673
ЕБИТДА	13 379	4 152	9 159	4 380	8 846	3 897
Чистая прибыль	7 456	(4 517)	1 501	1 633	1 227	899
Чистый долг	27 855	19 148	18 294	24 786	25 386	24 344
Долг	29 798	19 719	21 245	26 593	25 566	24 714
Капитал	33 348	24 622	20 048	21 782	21 585	21 332
Активы	81 125	55 178	55 022	58 215	56 618	57 496
Валовая. Рентабельность	30,8	24,5	27,6	33,2	28,8	24,2
Рентабельность по ЕБИТДА, %	27,7	15,4	20,7	17,8	15,9	16,6
Долг / ЕБИТДА	2,2	4,7	2,3	3,4	2,9	3,0
Чистый долг / ЕБИТДА	2,1	4,6	2,0	3,2	2,9	3,0
Акц. капитал / Активы	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Акц. капитал / Долг	1,1	1,2	0,9	0,8	0,8	0,9
Доля краткоср. долга, %	53,3	48,5	24,8	29,8	19,0	6,3
Опер. денежный поток	11 647	8 771	7 808	(3 081)	4 856	6 062
Ден. поток от инв. деятельности	(5 350)	(4 047)	680	(2 557)	(6 251)	(4 027)
Ден. поток от фин. деятельности	(6 540)	(5 615)	(6 378)	468	(1 623)	(963)
Капзатраты	(5 484)	(6 113)	(4 216)	(2 486)	(6 762)	(4 160)
Свободный денеж.поток	6 163	2 658	4 063	(5 567)	(1 906)	1 902
Опер. ден. поток/Капзатраты	2,1	1,4	2,1	(1,2)	0,7	1,5

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

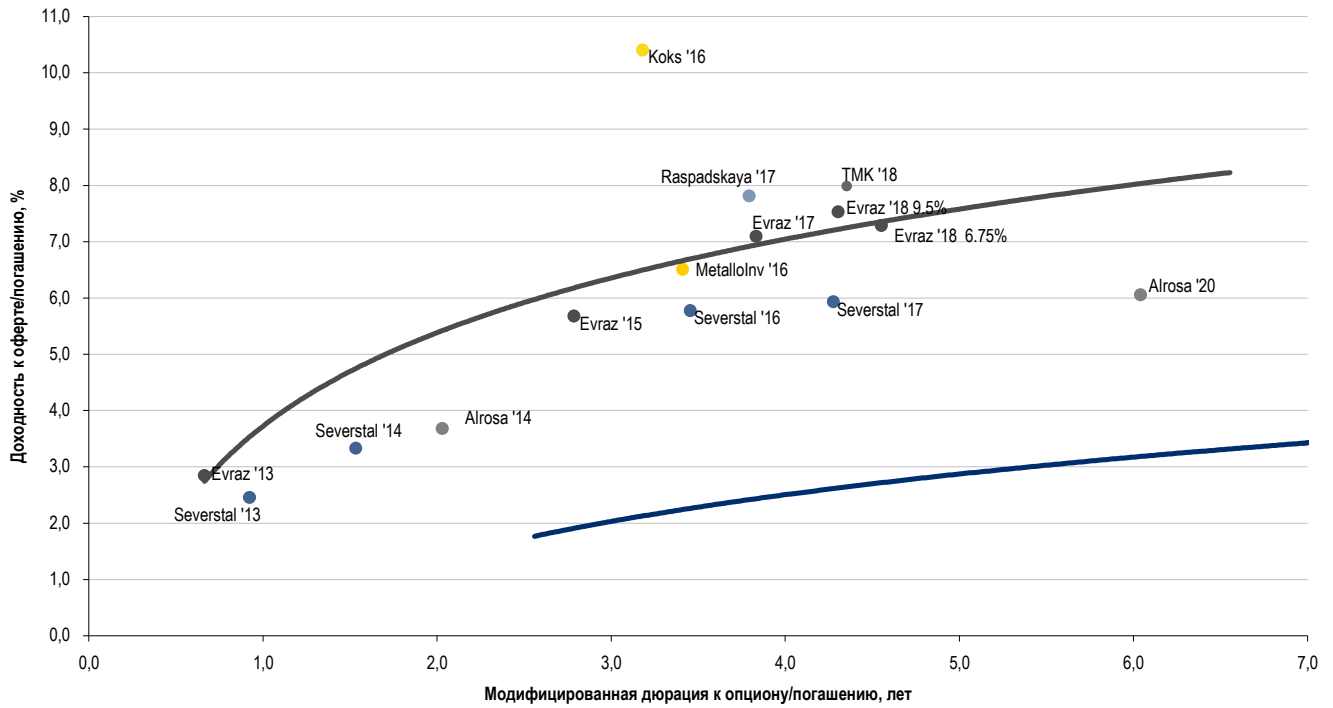
Высокий уровень долговой нагрузки компенсируется поддержкой госбанков. По итогам 1 п/г 2012 г. показатели кредитоспособности не претерпели существенных изменений. В абсолютном значении совокупный долг группы с начала года фактически не изменился и на конец июня составил 24,7 млрд руб. (-3% к 2011 г. и -7% к 1 п/г 2011 г.). В свою очередь, показатели долговой нагрузки остаются высокими – на конец 1 п/г 2012 г. коэффициент Долг/ЕБИТДА оказался на уровне 3,0, – но при этом ниже максимального значения в 3,5, прописанного в условиях к выпуску еврооблигаций КОКСРУ'16, строгое соблюдение которого является приоритетной задачей для менеджмента. При этом отметим, что слабые кредитные метрики вкпе с низкой ликвидностью баланса (1% совокупных активов) в значительной степени компенсируются поддержкой кредиторов, крупнейшими из которых являются госбанки: на долю Сбербанка и Газпромбанка приходится 28% всех обязательств. Оптимизация кредитного портфеля и рефинансирование большей части обязательств позволили вновь снизить краткосрочный долг – до конца текущего года погашению подлежит лишь 20 млн долл., при этом график на последующие годы выглядит более сглаженным и предполагает выплаты 119 млн долл. в 2013 г. и 153 млн долл. в 2014 г. Кроме того, по состоянию на конец отчетного периода объем подтвержденных и неиспользованных кредитных линий составлял 55,5 млрд руб, что практически вдвое покрывает объем имеющихся обязательств.

Интересно для инвесторов, склонных к риску. Мы по-прежнему достаточно осторожно оцениваем кредитное качество эмитента, улучшение которого мы ожидаем увидеть не ранее середины 2013 г. На долговом рынке группа представлена двумя выпусками облигаций: рублевым Кокс-БО-2 на сумму 5 млрд руб. и еврооблигациями КОКСРУ'16 объемом 350 млн долл. С момента публикации нашей последней рекомендации (см. отчет «Долговая нагрузка остается высокой, дальнейшее снижение ограничено необходимостью масштабных изменений» от 19 апреля 2012 г.) доходность евробондового выпуска с учетом майских распродаж выросла почти на 1 п.п. до 10,4%, а спред к бумагам металлургического сектора

второго эшелона расширился до 340 б.п., что при сохранении кредитного качества на прежнем уровне не имеет под собой фундаментальных оснований. Принимая во внимание вышеуказанные риски, а также в целом более низкие кредитные рейтинги Кокса и меньшие масштабы бизнеса в сравнении с другими представителями сектора, мы считаем, что справедливый спред выпуска КОКСRU'16 к кривой Евраза (B+/Ba3/BB-) не должен превышать 230–250 б.п. Таким образом, потенциал сужения доходности может составить до 100 б.п. Это означает, что бумаги Кокса могут представлять интерес для инвесторов, толерантных к риску. При этом потенциал роста котировок во многом ограничен незначительным объемом бумаг в обращении и их низкой ликвидностью.

КОКСRU'16: спред к бумагам эмитентов горно-металлургического сектора второго эшелона завышен

Доходность бумаг эмитентов горно-металлургического сектора по состоянию на 14.08.2012 г.



Источник: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты по итогам 1 п/г 2012 г. по МСФО

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	Рентаб. ЕВITDA, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП/ Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг/ ЕВITDA	Чистый долг/ ЕВITDA	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал/ Активы	
2010	Евраз	13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3	
	Северсталь	13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4	
	ММК	7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6	
	НЛМК	8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7	
	РУСАЛ	10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4	
	Мечел	9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3	
	ТМК	5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2	
	Распадская	706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7	
	Металлоинвест	7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3	
	Кокс	1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,4	0,4	
	СУЭК	5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3	
	АЛРОСА	3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4	
	Развитые страны											
	ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5	
Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4	
Развивающиеся страны												
Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3	
Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5	
Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2	
2011	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	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
	ММК	WR/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	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	В+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	В/B2/-	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	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны											
	ArcelorMittal	BBB-/Baa3/BBB	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
Nippon Steel	BBB+/A3/BBB+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5	
Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4	
Развивающиеся страны												
Tata Steel	BB/Ba3/BB+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3	
Vale	A-/Baa2/BBB+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6	
Bumi	BB/Ba3/NR	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2	
2012П	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
	ММК		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
	НЛМК		12 214	1 966	16,1	1 868	1,2	4 027	2,0	1,8	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		785	308	39,2	253	1,0	551	1,8	1,2	0,9	0,5
	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	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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 Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

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