

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Кокс – высокие риски сохраняются. Евробонд Кокс-16 интересен для склонных к риску инвесторов

Операционные и финансовые результаты

По итогам 1 полугодия 2012 года операционные и финансовые результаты Кокса оказались ожидаемо слабыми. По сравнению с прошлым годом сократились как цены на чугун и кокс, так и объем производства кокса (на 5% г/г). Объем производства чугуна остался прежним. Эти факторы привели к падению выручки и денежных потоков от операционной деятельности. Так, выручка сократилась на 4,0% г/г до 23,5 млрд. рублей. Затраты, в свою очередь выросли на 9,0%, что привело к падению показателя EBITDA на 9,0% г/г, а рентабельность EBITDA сократилась на 1 п.п до 16,0%.

В конечном итоге чистая прибыль рухнула на 45,0% до 899 млн. рублей. Интересно, что за последний год доля продаж чугуна в выручке существенно выросла – с 19,0% до 60,0%, в то время как доля продаж кокса, напротив, опустилась с 40,0% до 26,0%.

Менеджмент пока прогнозирует улучшение результатов во втором полугодии в связи с ростом контрактных цен. Хотя, замедление мировой и, в частности, российской экономики, пока не внушает в нас оптимизма относительно существенного роста денежных потоков компании.

Несмотря на падение чистой прибыли, денежный поток от операционной деятельности оказался положительным и составил 6,1 млрд. рублей, вместо -3,1 млрд. рублей в прошлом году. Это стало возможным благодаря значительному высвобождению средств из оборотного капитала. В частности, на 880 млн. рублей сократилась дебиторская задолженность, на 928 млн. рублей – запасы готовой продукции. В то же время, кредиторская задолженность выросла на 890 млн. рублей. В целом это свидетельствует о довольно высоком уровне финансового менеджмента в компании.

Финансовые результаты, млн. руб.

| | 1П 2011 | 1П 2012 |
|-----------------|----------------|----------------|
| Выручка | 24 538 | 23 480 |
| ЕБИТДА | 4 117 | 3 752 |
| Финансовый долг | 26 593 | 24 714 |
| Чистый долг | 25 068 | 24 344 |

Основные коэффициенты

| | 1П 2011 | 1П 2012 |
|------------------------------------|----------------|----------------|
| Краткосрочный долг/совокупный долг | 0,3 | 0,1 |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 3,0 | 3,1 |
| Рентабельность по ЕБИТДА, % | 16,8% | 16,0% |

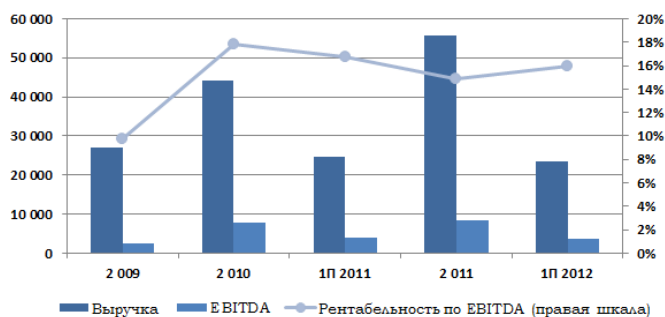
Кредитный рейтинг

| Standard and Poor's | Moody's | Fitch |
|----------------------------|----------------|--------------|
| B- | | B3 |

Еврооблигации

| Выпуск | Цена, % | Доходность, % |
|---------------|----------------|----------------------|
| Кокс-16 | 91,5 | 10,3 |

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Благодаря этому Кокс смог профинансировать CAPEX в объеме 4,3 млрд. рублей (+40,1% г/г) за счет собственных средств, а свободный денежный поток при этом составил 1,9 млрд. рублей.

По планам компании CAPEX Кокса возрастет на 33,0% г/г и составит в 2012 году 9 млрд. рублей. При этом около 7 млрд. рублей будет потрачено на строительство угольных шахт Бутовская и им. Титова, которые планируется запустить в эксплуатацию в 2013 и 2014 годах соответственно.

До конца года мы прогнозируем незначительное увеличение выручки и EBITDA, и падение операционного денежного потока в связи с ростом оборотного капитала. По этой причине мы ожидаем, что компании все-таки придется профинансировать часть CAPEX за счет заемных средств.

Кредитный профиль и ликвидность

С начала года финансовый долг компании сократился на 3,3% до 24,7 млрд. рублей. Тем не менее, долговая нагрузка остается высокой относительно текущих денежных потоков компании. Так, коэффициенты Финансовый долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА остались в районе 3,1 (3,5 предельный уровень коэффициента Долг/ЕБИТДА, предписанный ковенантами по выпуску евробондов).

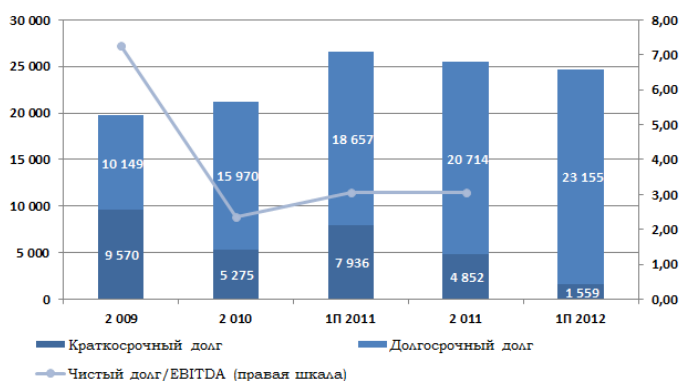
Достаточно слабой остается и позиция по ликвидности. Так, объем денежных средств по итогам 6 месяцев составил 370 млн. рублей (по итогам 2011 года – 162 млн. рублей). Других краткосрочных финансовых вложений у эмитента нет, поэтому ликвидность баланса в целом остается низкой.

Среди позитивных моментов отметим, что до конца 2012 года компании предстоит погасить всего \$19,6 млн. (около 610 млн. рублей). В последующие году график погашений довольно равномерный: в 2013 году компании предстоит погасить \$118,5 млн. (около 3,7 млрд. рублей), а в 2014 году – \$152,4 млн. (4,7 млрд. рублей). Очевидно, что большую часть этого долга компании придется рефинансировать, впрочем, с этим, как мы полагаем, проблем не возникнет. По сообщениям компании Кокс по итогам 1 полугодия имел подтвержденных, но неиспользованных кредитных линий в объеме 55,0 млрд. рублей, что более чем в 2 раза покрывает его текущую задолженность. Заметим также, что 28,0% обязательств также приходится на кредиты государственных банков – Сбербанка и Газпромбанка.

Как мы отметили, до конца года Кокс увеличит свой долг, по нашим оценкам, до 26,0-26,5 млрд. рублей в связи с финансированием инвестпрограммы. При этом мы полагаем, что коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА останется на высоком уровне в районе 3,1-3,2.

Для кредиторов компании, с нашей точки зрения, основной риск сейчас связан даже не с возможной неплатежеспособностью (у компании достаточно сильные возможности рефинансирования), а с нарушением ковенант по евробонду (Долг/ЕБИТДА - не более 3,5).

Динамика и структура долга (млн. руб.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



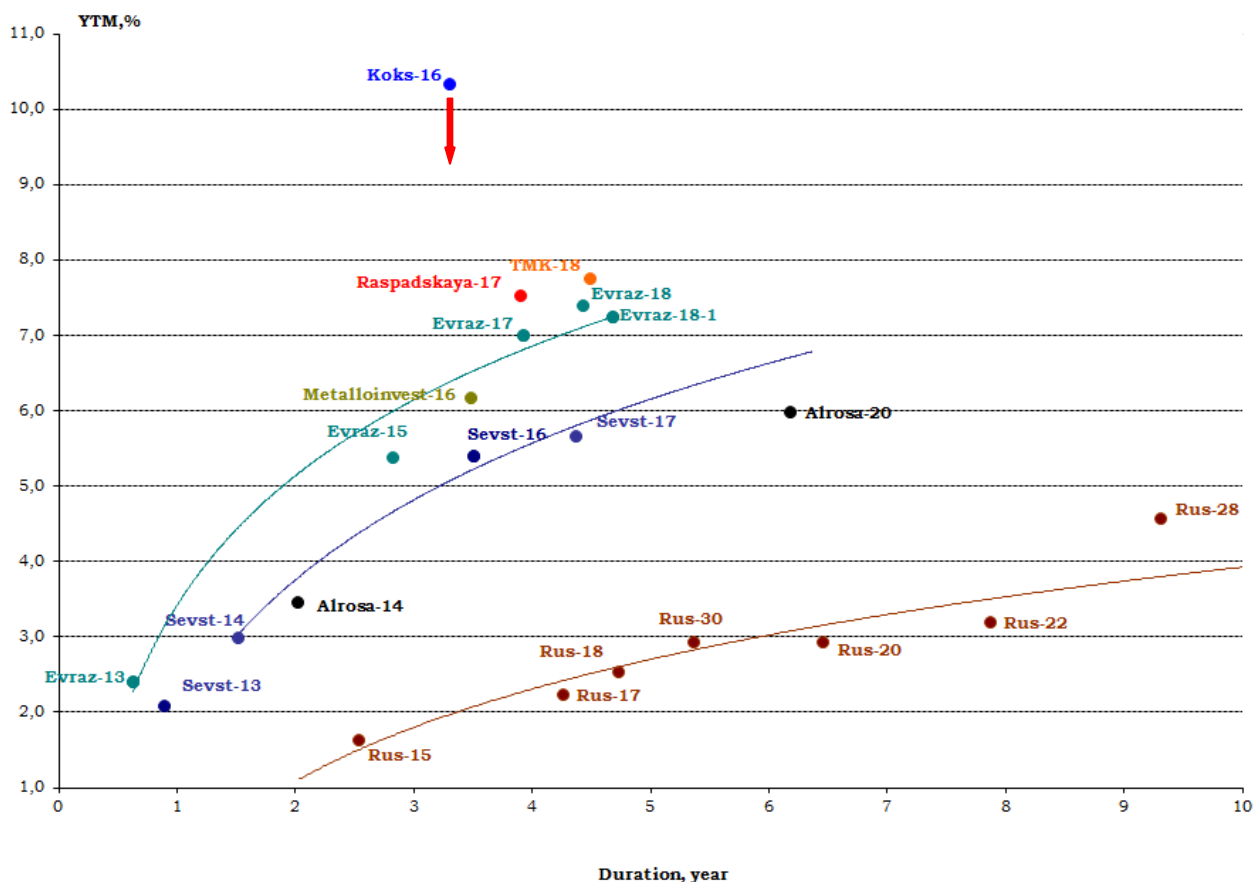
Впрочем, мы полагаем, что у компании есть серьезные стимулы не допускать нарушение ковенант. Вполне вероятно, что в случае необходимости, менеджмент скорректирует инвестпрограмму.

Риски высокие, но евробонд перепродан

Несмотря на то, что кредитный профиль компании остается слабым и мы не ожидаем его существенного улучшения, как минимум до середины 2013 года, единственный евробонд компании перепродан. Так, выпуск Кокс-16 сейчас торгуется с доходностью 10,3% годовых, евробонд остаётся одним из самых высокодоходных выпусков на российском рынке. Спрэд к выпуску Северсталь-16 составляет в настоящее время около 450 б.п., тогда как среднее значение составляло 323 б.п.

Более того, за последние два месяца выпуск существенно отстал от остального рынка. Так, с января по май, среднее значение спреда Северсталь-16-Кокс-16 колебалось в диапазоне 250-300 б.п. Поэтому значение в 450 б.п. выглядит сейчас неоправданным. С учетом разницы в кредитных рисках, справедливое значение спреда должно составлять порядка 350 б.п., что предполагает рост цены на 2,5-3,0 «фигуры».

Еврооблигации металлургических и горнодобывающих компаний на 18 августа 2012 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

