

## ОАО «КОКС»: ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО + БЛАГОПРИЯТНАЯ КОНЬЮНКТУРА

Рекомендация	Покупать
Текущая цена	100,4-100,5 (форв.)
Справедливая цена	101,0

Выпуск	Кокс, 1
Объем займа, млн. руб.	3 000
Ставка купона, %	8,95
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация к погашению, лет	2,6
Доходность к погашению, %	9,15 (аукц.)

\$ млн.	2004	2005
Выручка	15 033	21 707
ЕБИТДА	7 679	5 476
ЧП	5 562	4 527
Активы	12 475	18 323
СК	8 488	12 583
Долг	800	2 827

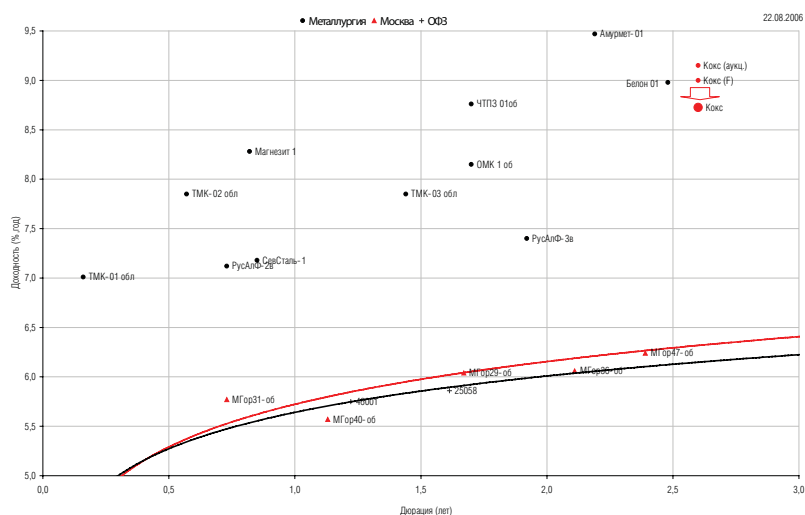
Маржа ЕБИТДА	51.1%	25.2%
Маржа ЧП	37.0%	20.9%
ROA	60.5%	32.4%
ROE	65.5%	36.0%

Долг/Активы	0.06	0.15
Долг/СК	0.09	0.22
Выручка/Долг	18.8	7.7
Долг/ЕБИТДА	0.1	0.5
ЕБИТДА/%	202.9	33.5

К. ликв.	1.9	1.4
К. ср. ликв.	1.2	0.6
К. абс. ликв.	0.5	0.1

17 августа ФСФР зарегистрировала отчет об итогах выпуска облигаций серии 01 ОАО «КОКС», в ближайшее время можно ожидать начало вторичных биржевых торгов.

За прошедший с момента размещения облигаций период на вторичном рынке доходность сопоставимого по дюрации выпуска Белон-Финанс снизилась в пределах 31 б.п. Несмотря на рост котировок Кокс-1 на «форвардном рынке» до 100,4-100,5% от номинала, мы считаем, что облигации по-прежнему недооценены. С учетом снижения доходности на вторичном рынке, премии при размещении облигаций (порядка 10-15 б.п.) и финансового положения эмитента мы оцениваем справедливую доходность облигационного выпуска Кокс после начала его вторичного биржевого обращения на уровне 8,70-8,75% годовых и рекомендуем покупать облигации до достижения бумагой справедливого уровня.



17 августа 2006 г. ФСФР зарегистрировала отчет об итогах выпуска неконвертируемых процентных документарных облигаций на предъявителя серии 01 открытого акционерного общества «Кокс» (г. Кемерово), размещенных путем открытой подписки, государственный регистрационный номер выпуска 4-01-10799-F от 13.06.2006. Объем выпуска составляет 3 млрд. рублей по номиналу, срок обращения – 3 года.

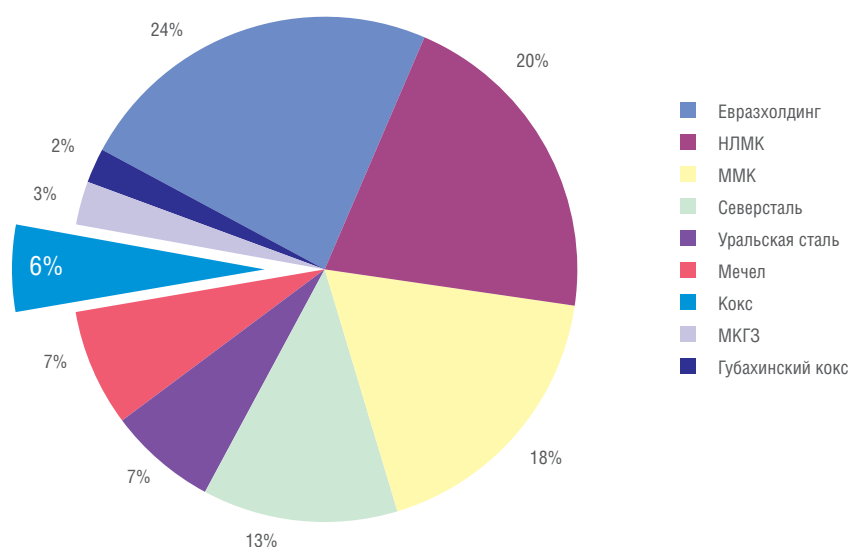
ОАО «Кокс» – одно из крупнейших независимых коксохимических предприятий России, занимающее порядка 6% рынка коксохимической продукции. В настоящий момент российская коксохимия представлена 12 коксохимическими предприятиями общей проектной мощностью 38,4 млн. тонн/год кокса 6% влажности.

Помимо угледобывающих и коксохимических предприятий головная структура компании владеет контрольными пакетами акций в ОАО «Ванадий-Тула» (производство ванадия, 76%), ОАО «Полема» (порошковая металлургия, 88,6%), ООО Круглогорский ГОК» (70%). Кроме того, холдингу принадлежат 31% в ОАО «Тулачермет» и 20% в ОАО «Уфалейникель».

Стратегия развития предприятия базируется на трех ключевых факторах:

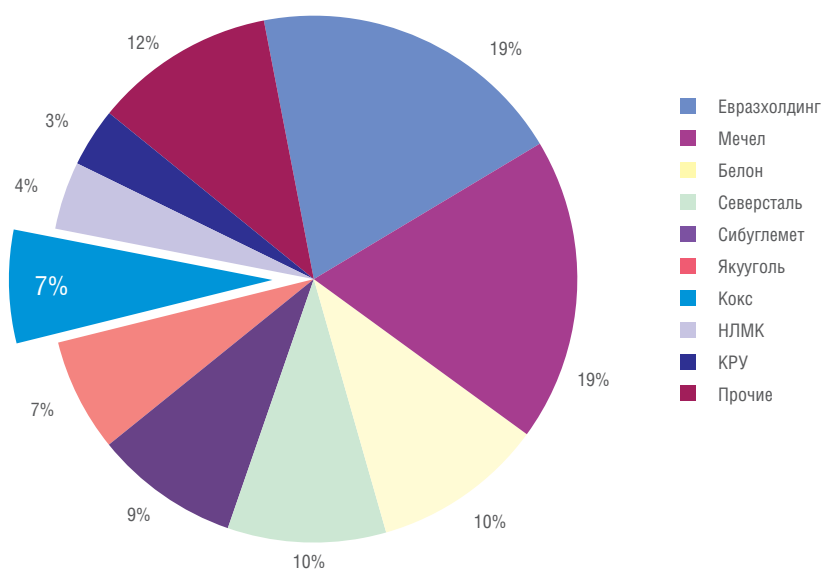
- Рост объемов производства. Завершение строительства четвертой коксовой батареи, немеченое на конец 2006 – начало 2007 года, позволит увеличить объемы производства с нынешних 2,2 млн. тонн до 3,0 млн. тонн (+36%).
- Компания планирует полностью обеспечить себя сырьем посредством формирования собственной сырьевой базы. В настоящий момент угольные предприятия холдинга обеспечивают порядка 52% совокупных потребностей в сырье.
- Приобретение пакетов акций Ванадий-Тула, Тулачермет, Уфалейникель и Полема позволило компании диверсифицировать источники доходов и обеспечило контроль рынков сбыта. Согласно заявленным планам, компания планирует нарастить пакеты в Тулачермет и Уфалейникель до контрольных

## Основные производители кокса. Структура выручки.



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

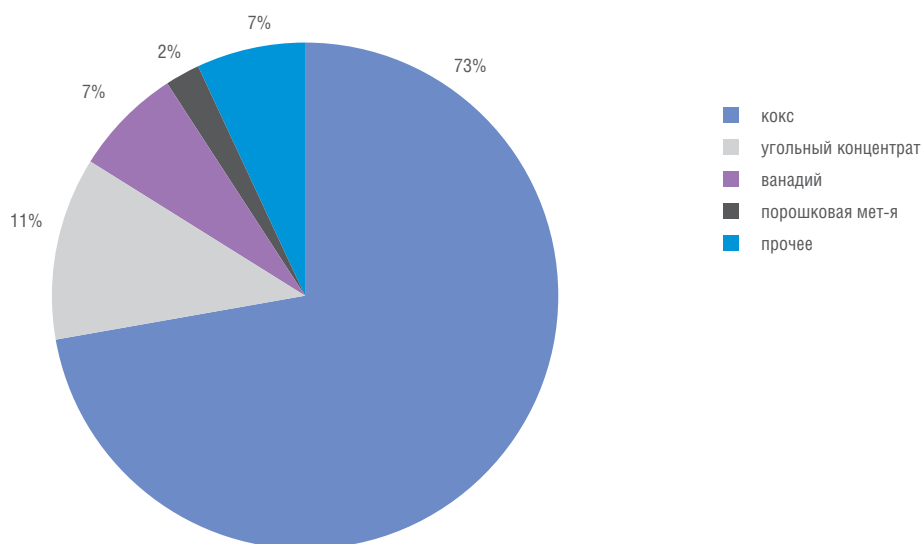
## Основные производители угольного концентрата. Структура выручки.



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

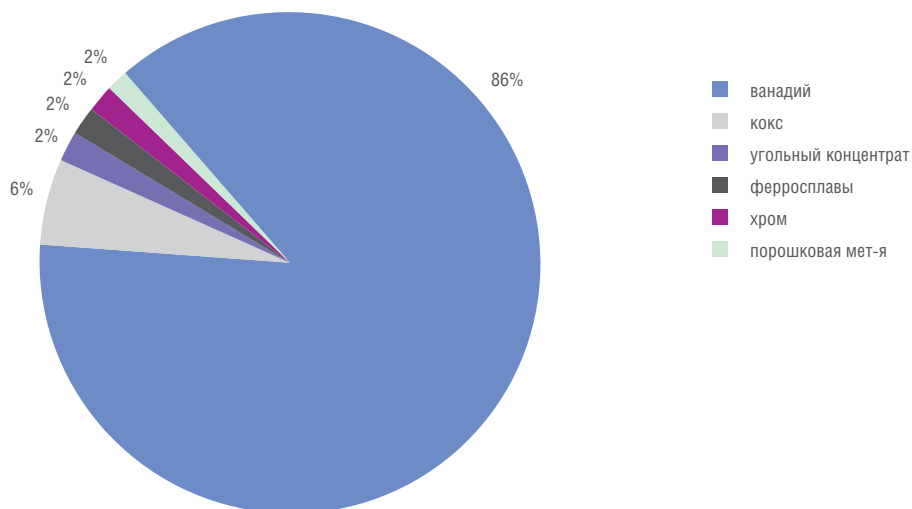
Компания публикует неаудированную консолидированную отчетность по международным стандартам. Согласно отчетности, выручка компании в 2005 г. увеличилась на 44% и составила 21,7 млрд. руб. Главным образом, рост выручки объясняется консолидацией дочерних компаний, в частности ОАО «Ванадий-Тула», ОАО «Полема», ОАО «ЦОФ Березовская» и ряда прочих предприятий. В структуре выручки доминируют поставки на внутренний рынок (57%), оставшаяся часть (43%) приходится на экспортные поставки. В структуре реализации на российском рынке преобладают поставки кокса (73%) и угольного концентрата (11%)—вместе эти две статьи обеспечивают порядка 85% объемов выручки. Интересно отметить, что порядка 68% выручки от реализации кокса на внутреннем рынке приходится на Тулачермет и Уфалейникель, еще порядка 10%-на крупнейшие российские сталелитейные компании. В структуре экспортной выручки доминируют поставки ванадия (86%). Стоит отметить, что в 2005 году наблюдалось снижение выручки от реализации продукции на внутреннем рынке на 10%, что связано со снижением цен на кокс (порядка 30%). Экспортная выручка в 2005 году выросла в 7,7 раз, что обусловлено консолидацией ОАО «Ванадий-Тула»..

## Внутренний рынок. Структура выручки, 2005 год.



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

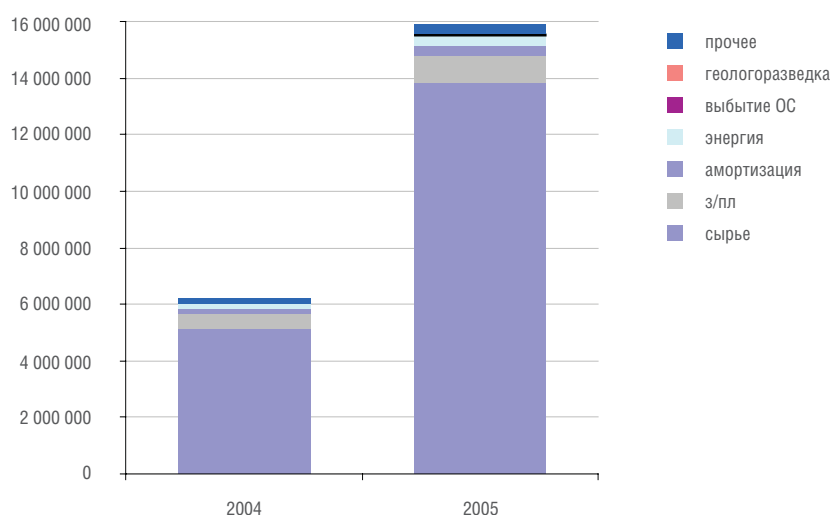
## Экспорт. Структура выручки, 2005 год.



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Определяющую долю в совокупных издержках предприятия играют затраты на сырье (87%); рост издержек в 2005 году составил 168%. Основной причиной опережающего роста издержек стали консолидация результатов дочерних компаний и рост цен на угольный концентрат-сырье используемое при производстве кокса. В результате рентабельность EBITDA снизилась вдове с 51% в 2004 году до 25% в 2005 году, рентабельность чистой прибыли—до 21% с 37%.

Структура себестоимости, тыс. руб. 2005 год.



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Компания исповедует консервативную долговую политику: в структуре баланса на финансовую задолженность приходится всего 15% активов; на единицу собственного капитала приходится всего 0,22 единиц долга. Вся задолженность представлена краткосрочными займами. Уровень покрытия долговой нагрузки можно охарактеризовать как крайне высокий: покрытие финансового долга выручкой составляет 7,7 раз, EBITDA—1,9 раз; EBITDA превышает процентные расходы более чем в 30 раз.

Стоит отметить, что по уровню покрытия долговой нагрузки Кокс смотрится лучше Белона. В частности, доля долга в совокупных активах Кокса по итогам 2005 года составляла 0,15 против 0,40 у Белона. Отношение долга к EBITDA находилось на уровне 0,5 и 2,0 соответственно. По уровню покрытия долга выручкой Кокс так же превосходит Белон:—7,7 и 3,3.

В первом квартале 2006 года ОАО «Кокс» (неконсолидированная отчетность по РСБУ) продемонстрировал снижение выручки от реализации на 34%; основной причиной послужило падение цен на коксующие угли. Во втором и начале третьего кварталов наблюдался рост цен на продукцию предприятия, что должно выправить негативные результаты первого квартала.

## Основные финансовые показатели.

Млн. RUR Стандарты	Кокс (не коенс.)			Кокс (конс)			Белон			Белон		
	РСБУ			МСФО			РСБУ			МСФО		
	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%
Выручка	13 591	12 469	-8.3%	15 033	21 707	44.4%	11 439	13 352	16.7%	10 776	12 664	17.5%
ЕБИТ	7 889	2 659	-66.3%	7 464	5 096	-31.7%	1 504	2 035	35.3%	1 693	1 540	-9.1%
ЕБИТДА	7 962	2 751	-65.4%	7 679	5 476	-28.7%	1 515	2 050	35.4%	2 000	1 897	-5.1%
ЧП	6 026	2 203	-63.4%	5 562	4 527	-18.6%	966	1 333	37.9%	1 331	990	-25.6%
% расходы	11	112	891.9%	38	163	331.8%	155	227	46.3%	168	262	55.9%
Активы	9 064	13 157	45.2%	12 475	18 323	46.9%	5 278	8 820	67.1%	5 974	9 598	60.7%
СК	7 735	9 929	28.4%	8 488	12 583	48.2%	2 751	3 963	44.0%	2 836	4 166	46.9%
Долг	566	2 631	364.8%	800	2 827	253.4%	1 633	2 257	38.3%	1 962	3 871	97.3%
краткоср.	566	2 631	364.8%	800	2 827	253.4%	1 490	2 253	51.2%	1 855	3 185	71.7%
долгоср.	0	0	0.0%	0	0	0.0%	143	4	-96.9%	107	686	541.3%
Ч долг	-2 343	456	-119.5%	-784	2 424	-409.3%	203	-496	-100.0%	1 694	3 010	77.7%
Маржа ЕБИТ	58.1%	21.3%	-36.7%	49.7%	23.5%	-26.2%	13.2%	15.2%	2.1%	15.7%	12.2%	-3.6%
Маржа ЕБИТДА	58.6%	22.1%	-36.5%	51.1%	25.2%	-25.9%	13.2%	15.5%	2.1%	18.6%	15.0%	-3.6%
Маржа ЧП	44.3%	17.7%	-26.7%	37.0%	20.9%	-16.1%	8.5%	9.98%	1.5%	12.4%	7.8%	-4.5%
ROA	87.7%	22.8%	-64.9%	60.5%	32.4%	-28.1%	27.5%	22.9%	-4.7%	128.6%	62.9%	-65.7%
ROE	77.9%	22.2%	-55.7%	65.5%	36.0%	-29.5%	35.1%	33.6%	-1.5%	46.9%	23.8%	-23.2%
Долг/Активы	0.06	0.20	0.14	0.06	0.15	0.09	0.31	0.26	-0.05	0.33	0.40	0.07
Долг/СК	0.07	0.26	0.19	0.09	0.22	0.13	0.59	0.57	-0.02	0.69	0.93	0.24
Выручка/Долг	24.0	4.7	-19.3	18.8	7.7	-11.1	7.0	5.9	-1.1	5.5	3.3	-2.2
Долг/ЕБИТДА	0.1	1.0	0.9	0.1	0.5	0.4	1.1	1.1	0.0	1.0	2.0	1.1
Долг/ЕБИТ	0.1	1.0	0.9	0.1	0.6	0.4	1.1	1.1	0.0	1.2	2.5	1.4
ЕБИТДА/%	702.6	24.5	-678.1	202.9	33.5	-169.4	9.7	9.0	-0.7	11.9	7.2	-4.7
ЕБИТ/%	696.2	23.7	-672.6	197.2	31.2	-166.0	9.7	8.9	-0.7	10.1	5.9	-4.2
Доля долгоср. займов	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	0%	-9%	5%	18%	12%
К. ликв.	3.9	1.5	-2.4	1.9	1.4	-0.6	1.8	1.5	-0.3	1.2	1.1	-0.1
К. ср. ликв.	3.4	1.2	-2.2	1.2	0.6	-0.6	1.4	1.3	-0.2	0.6	0.7	0.1
К. абс. ликв.		0.7	-1.5	0.5	0.1	-0.4	0.6	0.6	0.0	0.1	0.2	0.1

Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН»

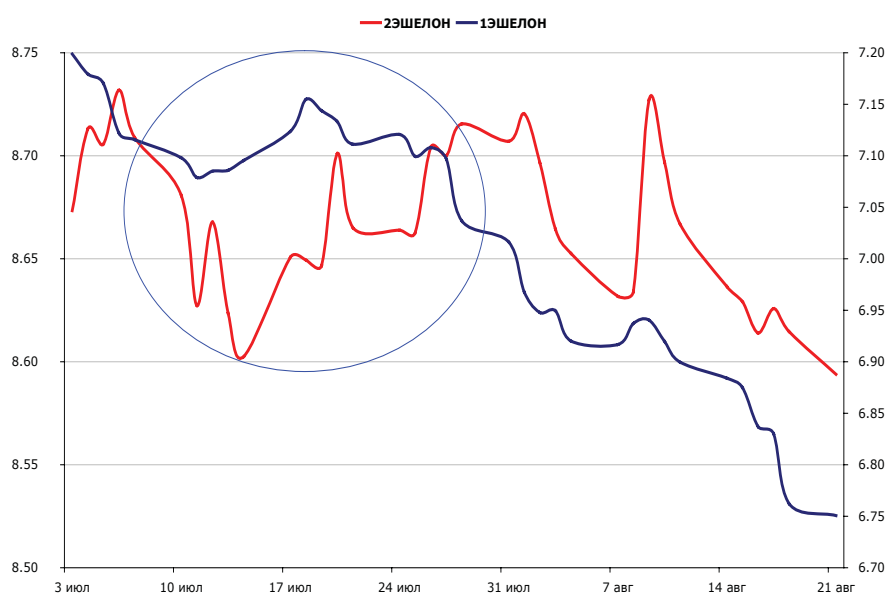
Напомним, что размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Кокс» состоялось 20 июля т.г. По итогам аукциона по определению ставки 1-го купона размер купонного дохода был установлен эмитентом на уровне 8,95% годовых, что соответствовало эффективной доходности к погашению на уровне 9,15% годовых. По нашим оценкам, справедливая доходность на аукционе с учетом первичной премии должна была сложиться на уровне 9,00-9,25% годовых. Нельзя не отметить, что, несмотря на высокий первоначальный спрос, составивший около 148% от объема предложения, размещение проходило на фоне неблагоприятной конъюнктуры вторичного рынка: доходность корпоративных облигаций плавно повышалась в ожидании инвесторами дальнейшего повышения учетной ставки в США и соответственно сохранению тенденции к глобальному росту процентных ставок.

Облигации ОАО «Кокс» были размещены со спрэдом -16 б.п. к аукционной ставке облигаций первого выпуска ООО «Белон-Финанс», размещенного в начале июня т.г. Вторичные биржевые торги по облигационному выпуску Белон-Финанс, 1 начались 28 июля т.г. при снижении доходности до 9,26% годовых, а в настоящий момент облигации данного эмитента торгуются с доходностью 9,0% годовых (по цене 100,7% от номинала).

Нельзя не отметить, что росту интереса инвесторов к облигациям со средней и

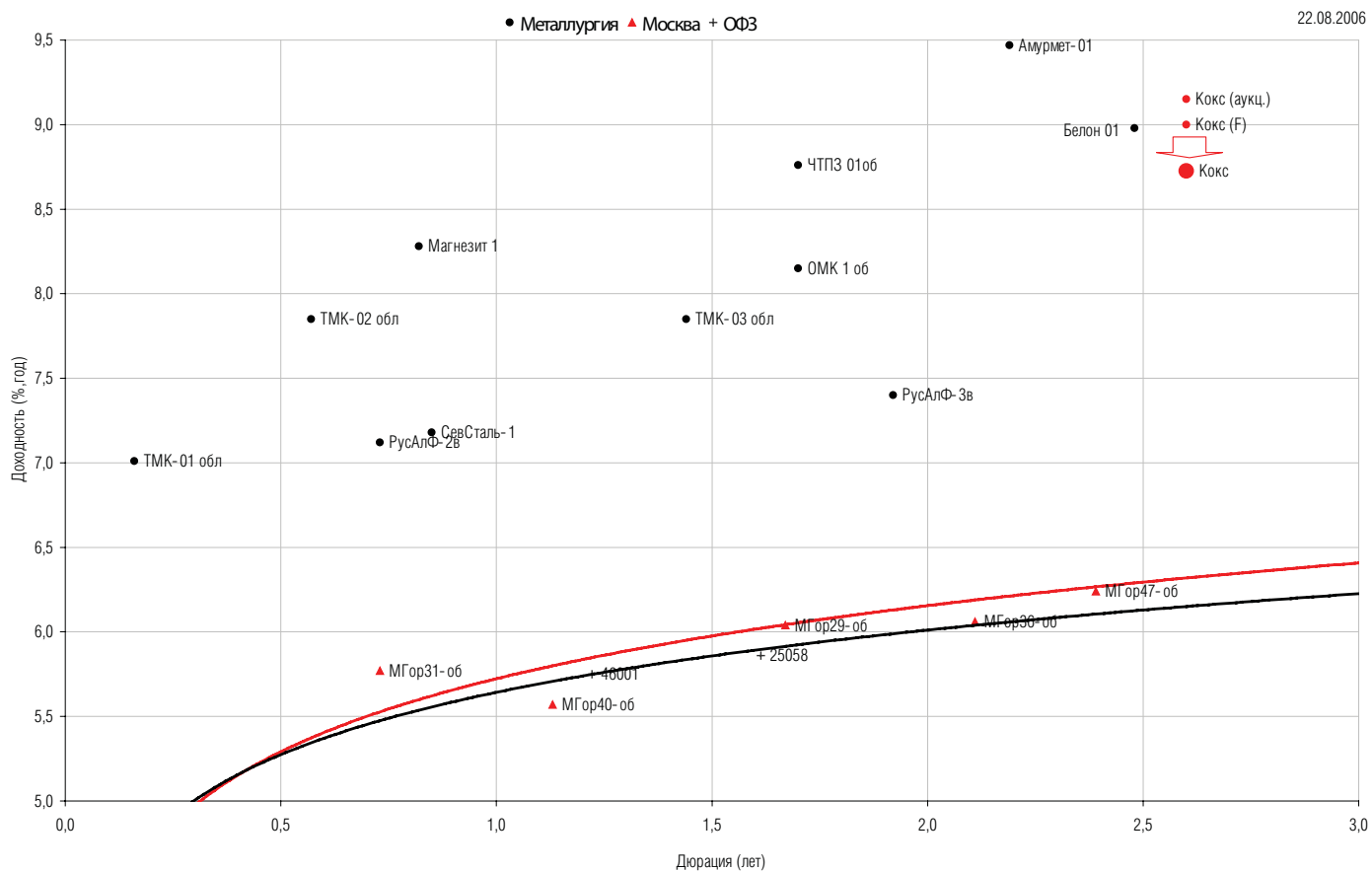
длинной дюрацией способствовала негативная макростатистика, показавшая замедление американской экономики. Большинство статданных, опубликованных в течение последнего месяца указывают на то, что на предстоящем сентябрьском заседании ФРС США оставит процентные ставки неизменными на уровне 5,25% годовых.

## Индексы доходности корпоративных облигаций 1 и 2 эшелонов



Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Несмотря на то, что на «форвардном» рынке цены облигаций Кокс,1 выросли в настоящий момент до 100,4-100,5% от номинала, мы считаем данные бумаги по-прежнему недооцененными. С учетом снижения доходности (порядка 25-30 б. п.) на вторичном рынке корпоративных облигаций, произошедших с момента размещения облигаций Кокса, премии при первичном аукционе (порядка 10-15 б. п.), масштаба бизнеса и финансового положения эмитента, мы оцениваем справедливую доходность облигаций 1-го выпуска ОАО «Кокс» на уровне 8,70-8,75% годовых, что соответствует спреду к облигациям Белон-Финанс,1 порядка -25...-30 б.п.; рекомендация – покупать.



## ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

### Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

### Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita\_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

### Трейдеры:

Алексей Цырульник (доб. 147; e-mail: alexiz@regnm.ru)

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),

(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

## ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; email: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; email: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; email: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб. 580; email: valentine@regnm.ru)

## ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; email: nesterova@regnm.ru)

## ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

### Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб. 538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

### Анализ финансовых рынков (долговой рынок):

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

### Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб. 143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб. 336; e-mail: shago@regnm.ru)

## ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; email: smalyshhev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; email: she\_dv@regnm.ru)

Екатерина Колотыркина (доб. 180; email: kolot@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

**Многоканальный телефон: (095) 777 2964**

**Факс: 975 2448**

**www.region.ru**

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.