

## Группа Кокс Результаты за 2007 г. по МСФО

- Горно-металлургическая компания Кокс** вчера представила результаты деятельности за 2007 г. по МСФО. В целом, опубликованные показатели мы считаем позитивными с точки зрения кредитного качества. Основным достижением Кокса, на наш взгляд, стал стремительный рост выручки и повышение рентабельности в 2007 г. при вполне приемлемом уровне долговой нагрузки.
- Быстрый рост в 2007 г.** За прошедший год Кокс увеличил выручку практически втрое до 46.4 млрд руб. Такое повышение показателя стало возможным преимущественно благодаря совершенным в 2006 и 2007 гг. сделкам по приобретению (словенского производителя стали Slovenska Industrija Jekla (SIJ), железорудного комбината КМА Руда и производителя чугуна Тулачермет). Между тем, следует отметить, что финансовая отчетность занижает выручку, поскольку показатели приобретенных активов отражаются в отчете о прибыли и убытках с даты получения над ними контроля покупателем. Хотя *pro forma* результаты деятельности не представлены, консолидация Тулачермета и SIJ с первого января 2007 г. привела бы к увеличению совокупной выручки Кокса, по нашим оценкам, на 25-30 млрд руб. по сравнению с данными отчетности по МСФО.
- Диверсификация бизнеса и перспективы роста.** Примерно 40% продаж Кокса в прошлом году пришлось на сталь и железорудный концентрат, а остальное – поровну на никель и медь. Доля бизнеса по производству ванадия составила около 9.5%. В декабре 2007 г. ванадиевый комбинат был продан, но это вряд ли заметно повлияет на динамику финансовых показателей Кокса, поскольку в 2007 г. этот сегмент бизнеса зафиксировал чистый убыток. Принимая во внимание чрезвычайно благоприятную конъюнктуру рынка стали и угля, а также недавнюю консолидацию крупного производителя железной руды Тулачермет, мы ожидаем заметного роста совокупной выручки Кокса в 2008 г.: согласно отчетности Тулачермета по РСБУ, в первом квартале 2008 г. выручка предприятия выросла на 55% относительно аналогичного периода прошлого года.
- Высокая рентабельность.** Несмотря сложность задач по интеграции недавно приобретенных активов, которые компания решала в 2007 г., Коксу удалось сохранить высокую рентабельность. В частности, рентабельность EBITDA составила 32.9%, что сопоставимо с *pro forma* показателем на уровне 29% за 2006 г. Несмотря на неполную консолидацию выручки в аудированной отчетности, *pro forma* показатели рентабельности вряд ли будут существенно отличаться от опубликованных результатов.
- Долг останется на уровне прошлого года.** На конец 2007 г. коэффициент Долг/EBITDA Кокса составил 1.9, что представляется нам вполне приемлемым уровнем, с учетом активной политики компании в области слияний и поглощений в предыдущие годы. По заявлению руководства группы, ее капитальные затраты в 2008 г. составят примерно 8 млрд руб. На наш взгляд, они вполне могут быть профинансированы за счет операционных денежных потоков. Следует также отметить, что, несмотря на стремительный рост выручки в 2007 г., денежные потоки компании не испытали давления со стороны оборотного капитала. Учитывая ситуацию на сырьевых рынках, мы сомневаемся, что компания столкнется с непредвиденным ростом оборотного капитала в этом году. В целом, Кокс вряд ли будет испытывать необходимость в существенном увеличении долга в 2008 г., если только компания не будет совершать новых приобретений. Хотя существенная доля долга (примерно третья часть) имеет краткосрочный характер, на наш взгляд, компании удастся ее успешно рефинансировать за счет банковских кредитов.
- Облигации торгуются на справедливых уровнях.** С начала апреля динамика обоих рублевых выпусков облигаций Кокса соответствовала динамике бумаг второго эшелона: их спреды относительно ОФЗ сузились на 20-30 б. п. Тем не менее, с точки зрения текущей доходности (около 10%) выпуски Кокса остаются привлекательными. Принимая во внимание недавний рост котировок облигаций ТМК, мы полагаем, что спред обязательств Кокса имеет потенциал сужения на 20-50 б. п., хотя отсутствие кредитного рейтинга и, следовательно, трудности с использованием этих бумаг в сделках РЕПО могут препятствовать росту котировок облигаций Кокса.

Таблица 1. Кокс: консолидированные показатели по МСФО

Млрд руб., если не указано иное	2007	2006 ( <i>pro forma</i> )
Выручка	46.4	25.7
EBITDA	15.3	7.3
Рентабельность EBITDA	33%	29%
Чистая прибыль	11.6	н/д
Чистая рентабельность	25%	н/д
Долг	29.3	11.7
Долг/EBITDA	1.9	1.6
EBITDA/Процентные расходы	8.7	8.5

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
www.rencap.com

## Аналитическое управление

**Руководитель аналитического управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

**Рынок акций – Украина**  
Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

**Начальник отдела анализа долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

**Рынок акций – Средняя Азия**  
Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлок  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Агеева

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляра

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джефффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головкин

**Рынок акций Средней Азии, стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскосов  
Андрей Марков

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100