

30 сентября 2020 г.

Кокс (ПМХ)

Официальный сайт: <http://metholding.ru/>



Риск: ВЫСОКИЙ

Рекомендуемая доля в портфеле: 10%

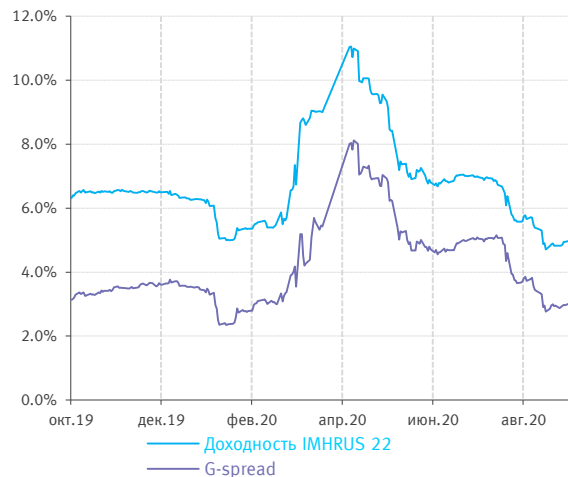
Кредитные рейтинги

Moody's	S&P	Fitch
B2/Stable	-	B/Stable

Инструменты

Тикер	Объем, \$ млн	Цена, %	Дох-ть, % годовых	Дюрация, лет
IMHRUS 25	350	100,75	5,8	4,3

Динамика доходности к погашению IMHRUS 22



Источники: Bloomberg, расчеты Открытие Research

Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2017	2018	2019
Финансовые показатели, млрд руб.			
Выручка	85,4	89,6	86,8
ЕБИТДА	17,1	17,0	13,7
Чистая прибыль	7,6	1,3	6,1
Краткосрочный долг	10,8	4,5	13,4
Долгосрочный долг	62,5	68,8	56,1
Совокупный долг	73,2	73,2	69,5
Денежные средства	12,5	11,5	9,9
Чистый долг	60,7	61,7	59,6
Коэффициенты			
Рентабельность ЕБИТДА	20,0%	18,9%	15,8%
Чистый долг / ЕБИТДА	3,6x	3,6x	4,3x
Краткосрочный долг / Долг	15%	6%	19%

Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Инвестиционная идея

Кокс (ПМХ)

Подкинем угля в топку доходности

Идея предназначена только для квалифицированных инвесторов

- «Промышленно-металлургический холдинг» (ПМХ) – вертикально-интегрированная не крупная горно-металлургическая компания, уверенно занимающая определенную долю рынка кокса и чугуна в РФ.
- Холдинг является бенефициаром низких цен на уголь и, как все российские экспортеры, слабого рубля. По итогам I полугодия ЕБИТДА ПМХ увеличилась на 23%, и в целом по году динамика обещает быть не хуже.
- Формально кредитная нагрузка ПМХ является высокой, однако с поправкой на займы связанным сторонам соотношение скорректированного чистого долга к ЕБИТДА находится на вполне комфортном уровне 1,7х.
- ПМХ присутствует на рынке еврооблигаций с 2011 года и успешно управляет своей ликвидностью при высоком уровне долговой нагрузки.

О компании

«Промышленно-металлургический холдинг» (ПМХ) – вертикально-интегрированная горно-металлургическая компания, в которую входят предприятия по добыче и переработке коксующегося угля и железной руды, выпуску кокса, выплавке чугуна, производству чугунного литья, металлоконструкций, машиностроительного оборудования и порошковых материалов. Все основные активы группы компаний консолидированы на балансе ПАО «Кокс».

На уровне производственных показателей основной продукцией холдинга является чугун, однако на уровне операционной прибыли доли кокса и чугуна являются сопоставимыми. С точки зрения географии, примерно треть продаж группы сегодня приходится на экспорт. В предыдущие годы доля экспорта была вдвое больше. Однако с запуском в 2019 году металлургического завода «Тула-Сталь», являющегося аффилированной структурой мажоритарного акционера, но не входящего в периметр группы, значительная часть поставок товарного чугуна была переориентирована на него.

Основателем холдинга является ныне покойный Борис Зубицкий, который начал собирать металлургические активы еще в начале 90-х. После смерти отца контролирующим акционером ПМХ стал его сын Евгений Зубицкий, которому сегодня принадлежит 66% группы. Крупным миноритарным акционером холдинга является Виктория Казак, экс-супруга второго сына Бориса Зубицкого Андрея. Сейчас г-же Казак принадлежит 16% ПМХ. В течение последних пары лет она инициировала несколько судебных разбирательств, оспаривая решения мажоритарного акционера. По информации СМИ, г-жа Казак не является стратегическим инвестором и напрямую не участвует в управлении компанией, потому юридические тяжбы могут преследовать цель максимально дорого продать свой пакет Евгению Зубицкому.

Финансовое состояние и перспективы

Основная продукция ПМХ - кокс и чугун - является продукцией низкого передела. Рентабельность группы в значительной степени

чувствительна к динамике цен на коксующийся уголь, являющейся сырьем для производства кокса, поскольку часть угля холдинг закупает у внешних поставщиков. В первую очередь падению цен на коксующийся уголь EBITDA ПМХ по итогам I полугодия 2020 года оказалась на 23% выше в годовом сопоставлении. Во II полугодии 2020 года в пользу холдинга играет дешевый рубль, так что год для ПМХ, с точки зрения финансовых результатов обещает быть удачным.

Диаграмма 1. Скорректированный чистый долг ПМХ (млрд руб.)

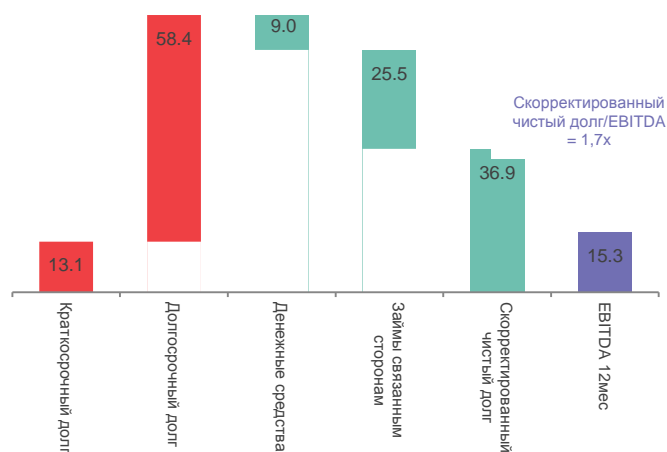
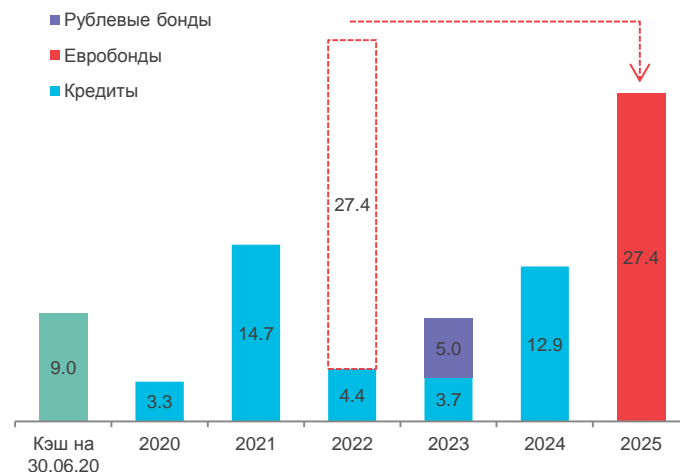


Диаграмма 2. Кредитный профиль ПМХ (млрд руб.)



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Формально долговая нагрузка ПМХ является высокой (уровень кредитного плеча на середину 2020 года составлял 3,6х, а на начало года – 4,3х). Однако на балансе ПАО «Кокс» имеются долгосрочные займы связанным сторонам, объем которых на 30.06.2020 года оценивался в 25,5 млрд руб. Данные займы выданы по средней ставке 7,04%, тогда как средневзвешенная ставка по кредитному портфелю ПМХ на середину года составляла 7,59%. По нашему мнению, для расчета скорректированного чистого долга данную величину наряду с денежными средствами нужно вычесть из совокупного кредитного портфеля. В таком случае соотношение скорректированного чистого долга к EBITDA составит около 1,7х (см. диаграмму 1), что является более чем комфортным показателем.

Кредитный профиль Группы представляется в настоящий момент вполне комфортным (см. диаграмму 2), а существенные выплаты по долгам ожидаются не ранее 2022 года, когда должно пройти плановое погашение еврооблигаций IMHRUS 22. Впрочем, одновременно с размещением нового выпуска еврооблигаций IMHRUS 25 ПМХ выставил держателям еврообондов IMHRUS 22 оферту на выкуп всех обращающихся бумаг. И если значительная часть владельцев облигаций примет предложение, что должно произойти с высокой долей вероятности, то дюрация кредитного портфеля холдинга существенно удлинится (см. диаграмму 2).

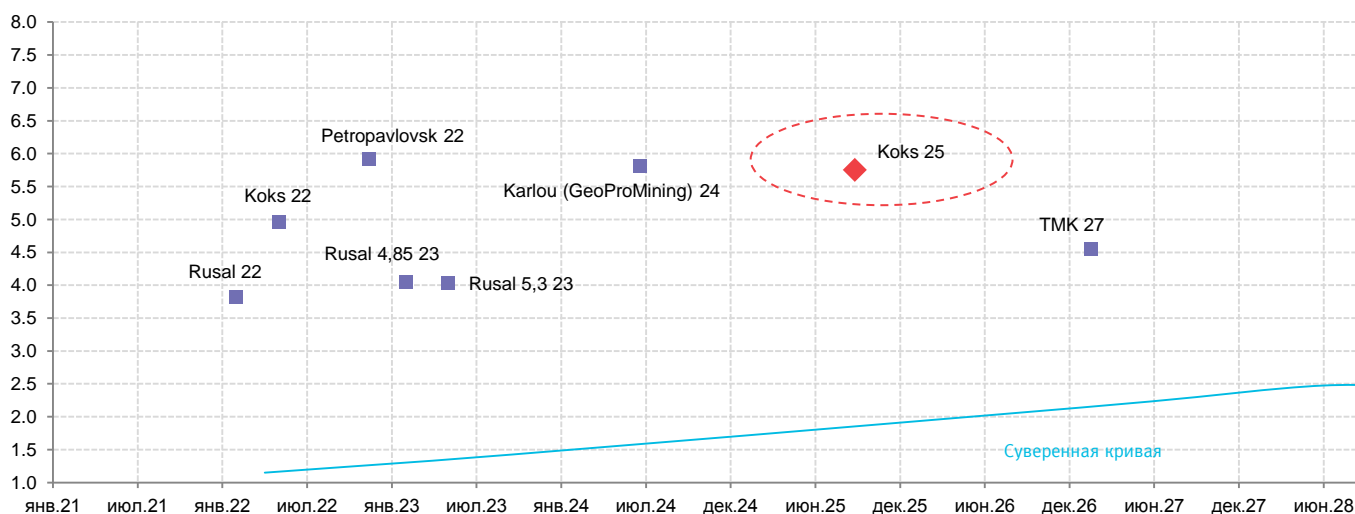
Отметим также, что кредиторами ПМХ являются крупнейшие российские банки. В частности, на три крупнейших госбанка – Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк – на середину 2020 года приходилось примерно 37% совокупной кредитной задолженности компании. Наличие открытых кредитных линий с крупнейшими российскими банками существенно снижает риски краткосрочной потери ликвидности компанией.

Еврооблигации IMHRUS 25

ПАО «Кокс» разместил в середине сентября новый выпуск долларовых еврооблигаций с погашением в 2025 году. Это уже пятый в истории Группы еврооблигационный займ. При этом некоторые проблемы у ПМХ возникли только с обслуживанием дебютного еврооблигационного займа в не самые простые для холдинга 2015-2016 годы. В итоге часть облигаций была конвертирована в бумаги нового выпуска, а остальные планомерно погашены.

Совокупный объем нового выпуска IMHRUS 25 составил \$350 млн, купон – 5,9% годовых. Ему присвоен рейтинг «В» от агентства Fitch и «B2» от агентства Moody's. Средства от нового выпуска пойдут на рефинансирование еврооблигаций IMHRUS 22 и общие корпоративные нужды.

Диаграмма 3. Доходность небанковских корпоративных еврооблигаций российских заемщиков с рейтингом не выше B+



Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

Риски

- Судебный конфликт между основными акционерами группы может негативно повлиять на бизнес ПМХ на операционном уровне.
- Рентабельность группы чувствительна к динамике курса российской валюты. Укрепление рубля потенциально может негативно сказаться на финансовых результатах ПМХ.
- Большая доля выручки приходится на связанные компании.
- Финансовые результаты холдинга сильно зависят от конъюнктуры на рынке черных металлов и сопутствующего сырья, в частности, кокса, чугуна и коксующегося угля. Разнонаправленные колебания цен которых могут негативно сказаться на финансовом состоянии компании.

Инвестиционная идея

ПОКУПАТЬ еврооблигации IMHRUS 25 по 100,75% от номинала (эффективная доходность к погашению 5,81%).

Рекомендуемая доля в портфеле – не более 10%.

Таблица 1. Параметры облигационного выпуска

Заемщик, тикер	Кокс, IMHRUS 25
Номинал, валюта	1000 USD
Минимальный торговый лот	200 000 USD
Объем эмиссии	350 000 000 USD
код ISIN	XS2232013263
Дата окончания размещения	17.09.2020
Ставка купона	5,9% годовых
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	Call 23.06.2025
Амортизация	-
Дата погашения	23.09.2025
Организаторы	Альфа-Банк, Газпромбанк, Сбербанк КИБ, ВТБ Капитал, Ренессанс Капитал, Citigroup

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ОБЛИГАЦИЯМ

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации превышает средние значения для данного кредитного качества. У облигации есть факторы роста цен, способствующие ускоренной реализации потенциала в краткосрочном периоде.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации находится на уровне средних значений для данного кредитного качества. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность от инвестиций не компенсирует инвестиционные риски. На динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «Ваш финансовый аналитик» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «Личный брокер» <http://private.open-broker.ru/>

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

clients@open.ru

Личные брокеры

Николай Рузайкин
Начальник управления
<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

Диск облигаций
8 800 500-99-66

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Аналитики

Константин Бушуев, PhD
Начальник управления,
макрэкономика, глобальная
стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик,
акции, облигации

Илья Мартыненко
Технический аналитик

Михаил Шульгин
Начальник отдела
глобальных исследований

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Иван Авсейко
Аналитик, международные рынки

Алексей Корнилов, CFA
Аналитик, международные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2020

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Содержащаяся в аналитическом отчете инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.