КРЕДИТНЫЙ РАЗБОР · МЕТАЛЛУРГИЯ · ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Время взаймы: банки спасли «Кокс», но не его облигационеров

Синдицированный кредит на 103,2 млрд ₽ отодвинул развязку для ПМХ на конец 2027 года, но поставил держателей облигаций на 3,4 млрд ₽ в конец очереди — без залога и с ожидаемым возмещением 15–20% при дефолте. После обвала котировок рынок закладывает в выпуски 001Р от 8 до 38% вероятности дефолта — и почти везде это честная цена риска, а не скидка.

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа: 4 ноября 2026 г. · Рыночные данные: закрытие торгов Московской биржи 03.11.2026 · Ключевая ставка ЦБ: 14,00%

Эмитент	ПАО «Кокс» (ИНН 4205001274), головная компания Промышленно-металлургического холдинга (ПМХ)
Рейтинг	АКРА: BBB-(RU), прогноз «Стабильный» — понижен сразу на две ступени 26.10.2026
Долг группы	≈106,8 млрд ₽: синдицированный кредит 103,2 млрд ₽, облигации 3,4 млрд ₽, аренда 0,1 млрд ₽
Облигации в рынке	001Р-01, -02, -03, -04, -06: цены 78–95% номинала, доходности 44–53% годовых
База анализа	МСФО FY2024–1П2026, РСБУ FY2025 и 9М2026, тактический кредитный мемо; данные MOEX, АКРА, ЦБ, ПМХ
Ближайшее событие	пут-оферта по выпуску 001Р-04 на 1,5 млрд ₽ — 25 января 2027 года

15,5x
чистый долг / EBITDA группы, МСФО, LTM 1П2026

0,33x
покрытие начисленных процентов EBITDA

277 млн ₽
денег на счетах ПАО «Кокс» на 30.09.2026

44–53%
доходности выпусков 001Р на 03.11.2026

PRO BONDS RF

1 TL;DR: главное за минуту

ПАО «Кокс» — ядро ПМХ с долгом около **107 млрд** ₽ при годовой EBITDA 6,7 млрд ₽ (**15,5x**). Августовский синдикат на 103,2 млрд ₽ снял угрозу банковского дефолта до конца 2027 года, но забрал в залог почти всё ценное: облигационеры (3,4 млрд ₽) стоят в очереди последними. После распродажи 30 октября – 3 ноября выпуски 001P дают **44–53% годовых**. Наш расчёт: 001P-06 и 001P-01 торгуются «в рынке» — премия к риску достаточна, но не избыточна; 001P-04 и 001P-02/03 стоят дороже своего риска.

Взгляд редакции — осторожный. Для большинства портфелей разумная доля в бумагах эмитента — ноль. Для стратегий special situations — не более 0,5–1% портфеля ВДО и только в выпусках с выплатой до окончания банковских каникул 28.12.2027: 001P-06 (оферта 09.09.2027) или 001P-01 (погашение 11.12.2027).

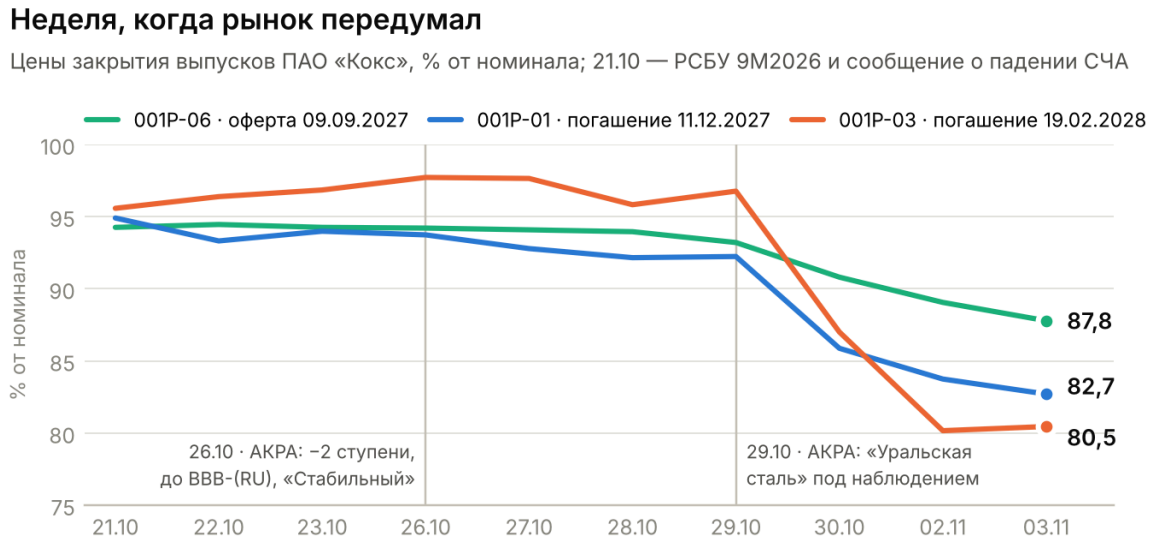
2 Почему это важно прямо сейчас

За две недели вокруг «Кокса» произошло больше, чем за предыдущие полгода. **21 октября** компания раскрыла РСБУ за девять месяцев: убыток головной компании вырос до 5,2 млрд ₽, а чистые активы за год сжались почти втрое — до 4,7 млрд ₽ (в тот же день сообщение об этом появилось на Федресурсе). **26 октября** АКРА понизило рейтинг сразу на две ступени, до BBB-(RU), — на нижнюю ступеньку инвестиционной категории. **29 октября** агентство поставило «под наблюдение» рейтинг «Уральской стали», и рынок, похоже, перестал отличать одного закредитованного металлурга от другого.

С 29 октября по 3 ноября 001P-01 и 001P-03 потеряли 9–16 п.п. номинала (001P-02 с 23 октября — 18,5 п.п.), 001P-06 — 5,4 п.п., а доходности выросли до 44–53% годовых (рис. 1). Для бумаг с купоном около 20% это означает простую вещь: рынок перестал верить в «спокойное» погашение и начал считать вероятности.

Впереди — главный экзамен. **25 января 2027 года** компания должна выкупить по пут-оферте крупнейший выпуск, 001P-04, на 1,5 млрд ₽. На 30 сентября на счетах ПАО «Кокс» лежало 276,6 млн ₽, а с 29 декабря группа впервые с лета начнёт платить банкам проценты деньгами.

РИСУНОК 1



Источник: MOEX (investfunds.ru, moex.com). Вне графика: 001P-02 — 96,5% (23.10) → 78,0%; 001P-04 — 94,8% → 95,0%.

Редакционная ремарка. Когда у вас 103 млрд ₽ банковского долга и 6,7 млрд ₽ EBITDA, это уже не ваша проблема, а проблема кредитного комитета банков. Но 3,4 млрд ₽ облигаций поверх этого торта для банков — статистическая погрешность в 3% портфеля, а для держателя бумаги — вопрос, разрешат ли синдикаторы тратить дефицитный кэш на очередной пут.

3 Визитка бизнеса: от шахты до чугуна — и за периметр

Бизнес-модель. ПАО «Кокс» — головная компания ПМХ с классической цепочкой чёрной металлургии: коксующийся уголь Кузбасса → кокс в Кемерове → железорудный концентрат «КМАруды» → товарный чугун «Тулачермета». Кто платит: 53% выручки группы приходится на компанию под общим контролем бенефициара — литейно-прокатный комплекс в Туле («Промсорт-Тула» / «Тулачермет-Сталь» [Оценка]), который делает из чугуна сортовой прокат, в том числе для ВСМ Москва — Петербург. Остальное — сторонние металлурги; экспорт после 2022 года сжался до 1–2% выручки. Маржа тонкая: скорректированная EBITDA — 6,5–7,4% выручки (МСФО).

Главная особенность конструкции в том, что самый маржинальный передел — сталь и прокат — находится за периметром консолидации. Группа продаёт туда чугун, кредитует этот завод и ждёт оплаты, а маржа проката до облигационеров «Кокса» не доходит.

Сегменты группы, МСФО, млрд ₽ (названия сегментов в отчётности скрыты — идентификация [Оценка])

Сегмент	Внешн. выручка FY2025	Внешн. выручка 1П2026	Скорр. EBITDA FY2025	Скорр. EBITDA 1П2026	Доля 1П2026: выручка / EBITDA
Уголь	8,7	4,4	2,3	0,6	10% / 21%
Кокс (ПАО «Кокс»)	23,1	7,8	2,0	0,7	18% / 25%
Чугун и руда («Тулачермет», «КМАруда»)	70,2	27,8	1,3	0,7	65% / 25%
Порошковая металлургия и прочее	5,0	3,0	1,1	0,5	7% / 18%
Корпоративный центр	0,6	0,1	0,5	0,3	0% / 11%
Итого группа	**107,6**	**43,1**	**7,2**	**2,8**	**100% / 100%**

Чугун и руда дают почти две трети внешней выручки, но лишь четверть EBITDA: именно этот передел работает на связанного покупателя. Уголь и кокс, исторически генерировавшие основной денежный поток, в 1П2026 заработали в 2,3 раза меньше, чем годом ранее, — внутренние цены на сырьё упали вслед за спросом. География почти целиком внутренняя: 98,6% выручки 1П2026 — Россия.

Позиция на рынке. «Кокс» — один из крупнейших в России производителей товарного кокса, «Тулачермет» — лидер по товарному чугуну; мощность по чугуну и выпуск кокса — более 2,5 млн т в год каждый (НКР, 2024). Рыночные доли и метрики конкурентов в отчётности не раскрыты • н/д.

Бенефициары и связанные стороны. Имя конечного бенефициара в отчётности заменено многоточием (постановления правительства № 1102 и № 1490); по публичным данным, это семья Зубицких. Управление — ООО УК «ПМХ». Связанные стороны — главная уязвимость эмитента. Внутри периметра ПАО «Кокс» служит казначейством группы: займы «дочкам» по РСБУ — 84,5 млрд ₽ основного долга. За периметром группа прокредитовала связанный стальной завод на 27,1 млрд ₽ со сроками погашения в 2034–2038 годах и накопила с него 11,9 млрд ₽ дебиторки. Итого **39 млрд ₽, или 27% активов группы, работают на чужой баланс** (рис. 2).

PROBONDS.RU

РИСУНОК 2

Как устроен ПМХ: продукция и деньги текут в одну сторону

Упрощённая схема группы ПАО «Кокс»: производственная цепочка, финансирование и связанная сторона



Источник: МСФО 1П2026, РСБУ 9М2026, ПМХ; названия «дочек» и связанной стороны скрыты — идентификация [Оценка].

4 Отрасль и макро: двойной пресс ставки и цикла

Фаза цикла — дно, причём затянувшееся. Выплавка стали в России в 2025 году опустилась до 67 млн т — минимума за 15 лет; внутреннее потребление упало на 14%, а в первом квартале 2026-го — ещё на 15% (данные «Черметинформации», The Moscow Times, 12.06.2026). ЦСР описывает отрасль как работающую «в режиме выживания»: ММК закончил 2025 год с убытком, прибыль «Северстали» сократилась в пять раз. Во втором полугодии появились признаки стабилизации объёмов: в июле индекс металлургического производства вырос на 11% г/г (АК&М). Наша оценка: дно пройдено по тоннам, но не по ценам и марже [Оценка].

Чувствительность к ставке проявляется по трём каналам.

- **Стоимость долга.** Около 97% долга — плавающая ставка «КС + 5%». При ключевой ставке 14% это 19% годовых, или около 20 млрд ₽ процентов в год — втрое больше EBITDA. До конца 2027 года удар спрятан в капитализацию, но каждый лишний процентный пункт КС добавляет к телу долга ≈1,1–1,2 млрд ₽ в год [Расчёт].
- **Спрос.** Стройка и машиностроение — основные потребители проката — реагируют на ставку с лагом. 23 октября ЦБ сохранил ставку на 14% (годовая инфляция — около 7%) и повысил прогноз её средней величины на 2027 год до 12,5–13,5%: быстрого облегчения не будет.
- **Оборотный капитал.** Покупатели платят медленнее, поставщики сокращают отсрочку, а факторинг только у головной компании съел 0,5 млрд ₽ за девять месяцев.

Налоги и регулирование. С 2025 года налог на прибыль вырос до 25%, но для убыточной группы важнее другое: она не может признать 11,5 млрд ₽ отложенных налоговых активов, а налоги помимо налога на прибыль (НДПИ, имущество, земля) в 1П2026 выросли на 69% г/г и съедают около трети EBITDA.

Рынок ВДО. Фон для облигаций нервный и без «Кокса»: за первое полугодие 2026 года обязательства нарушили 20 эмитентов по 43 выпускам, а спреды группы ВВ к ОФЗ расширились до 9,5–11 п.п. (Юнисервис Капитал, «Коммерсантъ», 29.07.2026). Металлургов рынок теперь оценивает пакетом — что и показала реакция на новости об «Уральской стали».

Курсовая экспозиция. Natural hedge исчез вместе с экспортом: продажи за рубеж сжались до 1,4% выручки. Валютного долга нет, короткая валютная позиция по импортному оборудованию — около 1 млрд ₽. Валютный риск для облигационеров несущественен ●.

PRO BOND

5 Операционная динамика: печи разогрелись, цены — нет

Натуральные показатели группа раскрывает в пресс-релизах ПМХ, а не в отчётности. Картина 2026 года — восстановление объёмов после ремонтов.

Производство ПМХ в 2026 году (пресс-релизы ПМХ от 15.07 и 19.10.2026)

Показатель	1П2026	3К2026	9М2026	Динамика г/г
Железорудный концентрат («КМАруда»), млн т	1,4	0,68	2,1	+19% за 9М, +18% в 3К ●
Чугун («Тулачермет»), тыс. т	891	559	≈1 450 [Расчёт]	−12% в 1П, +23% в 3К ●
Уголь (Участок «Коксовый»), тыс. т	756	● н/д	● н/д	рост, без цифры ●
Кокс (ПАО «Кокс»)	● н/д	● н/д	● н/д	не раскрывается ●

После весеннего «размена» доменных печей — в мае на «Тулачермете» задули новую ДП-1 стоимостью 7,5 млрд ₽, суммарная мощность по чугуну выросла на 15–20% — выплавка в третьем квартале прибавила 23% г/г. «КМАруда» обновляет рекорды, группа полностью перешла на собственное железорудное сырьё. Это реальный операционный плюс, и он уже виден в РСБУ: выручка ПАО «Кокс» в третьем квартале выросла примерно на 11% г/г после падения на 37% в первом полугодии [Расчёт]. Минус в том, что тонны — ещё не маржа: при слабых ценах рост объёмов превращается в выручку, но не в кэш для облигационеров.

CAPEX-цикл: поддерживающий режим. Денежный CAPEX группы сократился с 10,6 млрд ₽ в 2024 году до 6,6 млрд ₽ в 2025-м и 3,0 млрд ₽ за 1П2026. Базовый сценарий АКРА ограничивает инвестиции 20 млрд ₽ на 2026–2029 годы — в среднем не более 5 млрд ₽ в год. Показательная деталь: строительство нового комплекса коксовых печей заморожено, под незавершённое строительство создан резерв 1,3 млрд ₽.

Оборотный капитал группы, МСФО, дни [Расчёт]

Метрика	FY2024	FY2025	LTM 1П2026	Сигнал
DSO (дебиторка)	66	42	62	● рост за счёт связанного покупателя
DIO (запасы)	46	41	53	● запасы под ремонты
DPO (кредиторка)	117	134	131	● поставщики сокращают отсрочку
Финансовый цикл (DSO + DIO − DPO)	−5	−52	−17	● +35 дней = −8,2 млрд ₽ OCF

В 2025 году группа выжала из оборотного капитала 16,8 млрд ₽ — это и сделало операционный поток красивым. В 1П2026 маятник качнулся обратно: минус 8,2 млрд ₽. Дебиторка связанной стороны выросла до 11,9 млрд ₽, или 78% всей дебиторки: компания кредитует родственника, пока её саму кредитуют всё неохотнее.

6 Финансовое здоровье: выручка тает, проценты растут

Ключевые показатели группы, МСФО, млрд ₽

Показатель	FY2024	FY2025	1П2026	LTM 1П2026	Δ г/г (1П2026)	Оценка
Выручка	130,9	107,6	43,1	89,9	−29,1%	●
Скорр. EBITDA	8,6	7,2	2,8	6,7	−15,3%	●
Маржа EBITDA	6,6%	6,7%	6,5%	7,4%	+1,1 п.п.	●
Чистый результат	−9,9	−27,8	−6,1	−24,1	убыток меньше на 38%	●
Операционный поток (OCF)*	15,3	23,2	−5,9	5,9	разворот в минус	●
FCF после процентов*	−10,8	−3,3	−12,0	−11,9	дефицит	●
CAPEX / выручка	8,1%	6,1%	7,0%	6,4%	+0,7 п.п.	●
ROE	−23,5%	−119%	н/п	−157%	—	●
ROIC	1,8%	2,4%	н/п	1,5%	—	●
Собственный капитал	37,0	9,7	3,6	3,6	−63% за 6 мес.	●

* В МСФО уплаченные проценты (20,1 млрд ₽ в 2025 году) отражены в финансовой деятельности, поэтому OCF выглядит лучше реальности. FCF после процентов = OCF − CAPEX − проценты уплаченные + проценты полученные [Расчёт]. LTM = FY2025 + 1П2026 − 1П2025.

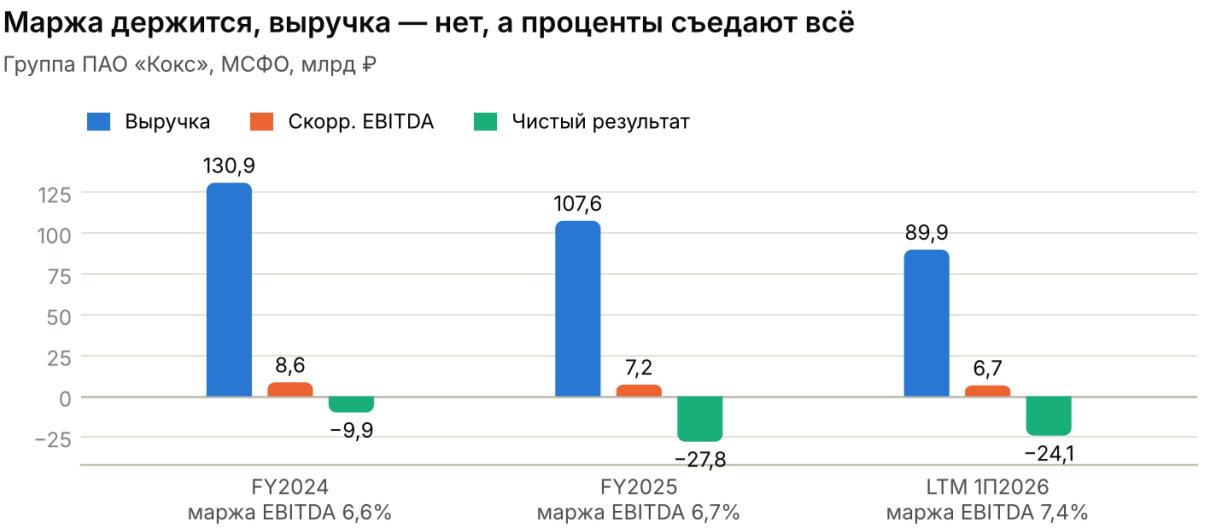
Выручка за полтора года сжалась почти на треть (рис. 3), но маржа EBITDA держится около 7%: группа режет затраты быстрее, чем падают цены. Проблема не в операционке, а над ней — 20 млрд ₽ начисленных

PRO BONDS RF

процентов превращают каждый рубль EBITDA в три с половиной рубля убытка. Капитал группы, ещё в 2023 году равный 46,9 млрд ₽, к середине 2026-го сжался до 3,6 млрд ₽.

Качество прибыли. Процентные доходы — по большей части бумажные. В 1П2026 группа начислила 1,8 млрд ₽ процентов по займам связанной стороне и отразила 1,4 млрд ₽ прибыли от их переоценки: ставка ЦБ снизилась — модель справедливой стоимости обрадовалась. Деньгами по всем займам и депозитам за полугодие получено 88 млн ₽. В РСБУ та же история: за девять месяцев ПАО «Кокс» начислило «дочкам» 2,6 млрд ₽ процентов, а получило 193,8 млн ₽. Разовые статьи работают в обе стороны: переоценка займов (−9,1 млрд ₽ в 2025 году, +1,4 млрд ₽ в 1П2026) и списание налоговых активов на 10,5 млрд ₽ в 2025-м.

РИСУНОК 3



Источник: МСФО FY2024–1П2026; LTM = FY2025 + 1П2026 − 1П2025 [Расчёт]; скорр. EBITDA — оценка менеджмента.

МСФО против РСБУ. РСБУ показывает только головное юрлицо — завод в Кемерове плюс казначейство. Выручка соло в 2,35 раза меньше консолидированной (в ней нет продаж чугуна и угля), зато баланс соло показывает то, что МСФО прячет консолидацией: 91% активов ПАО «Кокс» — требования к собственным «дочкам» (рис. 4). Свежий срез РСБУ подтверждает тренд.

ПАО «Кокс», РСБУ (соло): 9М2026 к 9М2025

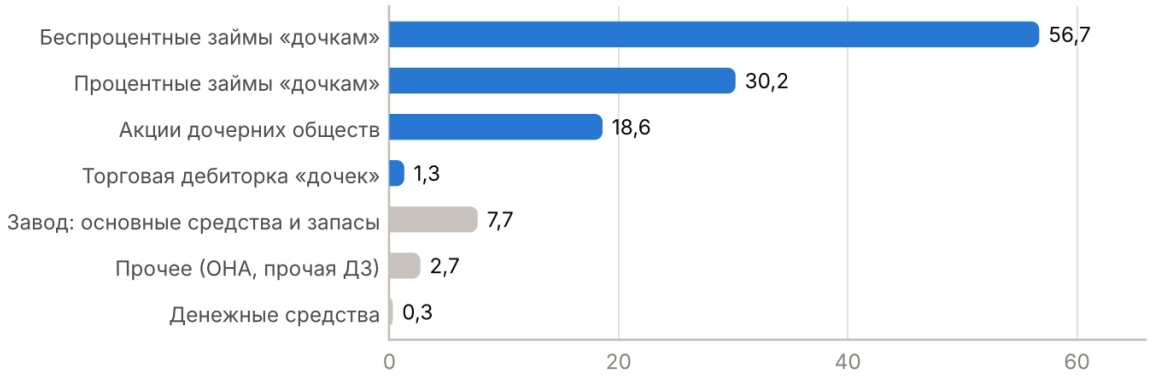
Показатель	9М2025	9М2026	Δ
Выручка, млрд ₽	36,9	27,8	−24,7%
EBITDA (прибыль от продаж + амортизация), млрд ₽	2,6	2,1	−21,6%
Проценты начисленные, млрд ₽	6,2	9,6	+55,3%
Проценты уплаченные деньгами, млрд ₽	5,9	1,7	−72% (каникулы и капитализация)
Чистый убыток, млрд ₽	−3,5	−5,2	убыток больше на 49%
Собственный капитал на конец периода, млрд ₽	9,9 (31.12.25)	4,7	−52,5% с начала года
Денежные средства на конец периода, млн ₽	1 679,2 (31.12.25)	276,6	−83,5%

Операционная прибыль головной компании держится, но проценты по переведённому на её баланс синдикату (долг соло вырос с 62 до 95 млрд ₽) растут быстрее. Деньгами проценты почти не платятся — это эффект каникул, а не здоровья. Капитал тает примерно на 1,7 млрд ₽ за квартал: при сохранении темпа он уйдёт в ноль во второй половине 2027 года [Оценка].

РИСУНОК 4

Девять рублей из десяти — у собственных «дочек»

Активы ПАО «Кокс» на 30.09.2026, РСБУ (соло), млрд ₽; синим — требования к «дочкам», 91% баланса



Источник: РСБУ 9М2026, Пояснения п. 5, 6, 8, 17; группировка — [Расчёт] редакции. Итог баланса — 117,4 млрд ₽.

7 Долговой профиль: ядро анализа

7.1. Структура долга

Долговые метрики группы: МСФО на 30.06.2026 (LTM) и после синдиката

Метрика	Значение	Бенчмарк (триггеры АКРА)	Оценка
Общий долг (вкл. аренду IFRS 16)	105,4 млрд ₽; ≈106,8 после синдиката	● н/д	● +18% за 6 мес.
Чистый долг / скорр. EBITDA	15,5x (с арендой и без — 15,46x / 15,44x)	позитив: долг/FFO < 5,0x	●
ICR: EBITDA / начисленные проценты	0,33x	негатив: FFO / проценты < 1,0x	●
ICR денежный в 2027 г. (7,5% банкам)	≈0,8x (6,7 / 8,4) [Расчёт]	> 1,0x	●
FFO / общий долг	5,4%	● н/д	●
Краткосрочный долг / общий	98,7% → ≈3% после синдиката	● н/д	●
Валютный долг	0%	● н/д	●
Долг с плавающей ставкой	≈97% (КС + 5%)	● н/д	●
Средневзвешенная ставка	19,0% начисление; деньгами 0% до 28.12.2026, 7,5% в 2027 г.	КС 14,0%	●
Аренда (IFRS 16)	141 млн ₽ — несущественна	—	●

Леверидж 15,5x — уровень, при котором долг обслуживается не из прибыли, а из терпения кредиторов. Синдикация исправила только одну метрику — срочность: доля краткосрочного долга упала с 99% до 3%. Покрытие процентов денежными платежами в 2027 году будет ниже единицы даже на льготной ставке. А если 7,5% начисляются на тело с учётом капитализации, денежные проценты ближе к 8,8 млрд ₽, и покрытие опускается к 0,7x [Допущение].

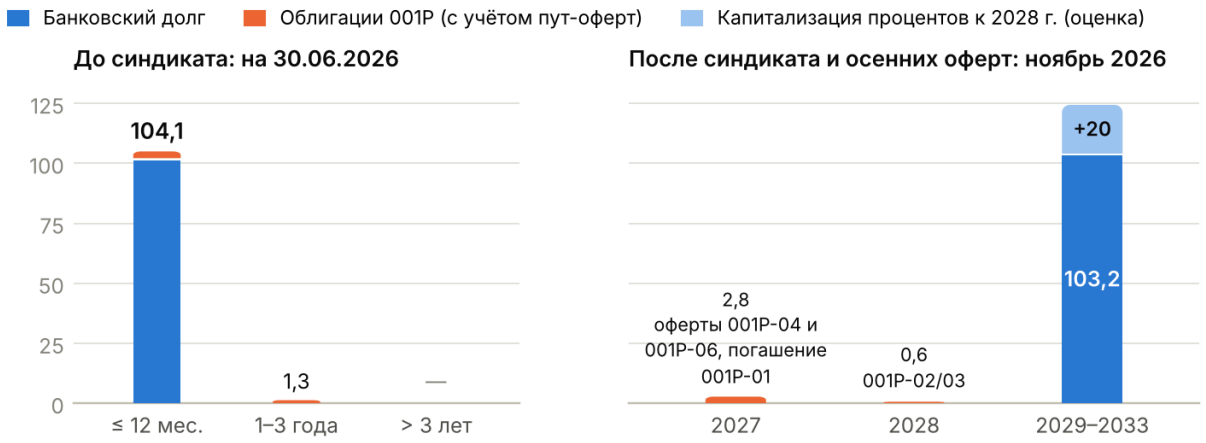
7.2. График погашений: стена переехала, ступеньки остались

До августа график погашений выглядел как вертикальная стена: 104,1 млрд ₽, или 99% долга, подлежали погашению в течение года, а аудитор включил в заключение по отчётности за 2025 год параграф о существенной неопределённости в отношении непрерывности деятельности. **4–5 августа 2026 года** вступил в силу синдицированный кредит: долг на 103,2 млрд ₽ перевели на график с марта 2029 по июнь 2033 года, ставку установили на уровне КС + 5%. До 28 декабря 2026 года проценты целиком капитализируются, в 2027 году группа платит деньгами только 7,5%, а остальное снова уходит в тело долга (рис. 5).

РИСУНОК 5

Стена переехала в 2029-й. Ступеньки 2027–2028 остались облигационерам

График погашения долга группы ПАО «Кокс», млрд ₽



Источник: МСФО 1П2026 (Прим. 9, 23), РСБУ 9М2026 (Прим. 9.3); капитализация при КС 13% — [Допущение].

Для облигационеров стена никуда не делась — она стала ниже и ближе.

Календарь публичного долга и ключевых дат

Дата	Событие	Сумма	Оценка
28.12.2026	конец полных процентных каникул по синдикату	7,5% деньгами: ≈0,7 млрд ₽ в месяц	● нагрузка растёт
25.01.2027	пут-оферта 001Р-04	1,5 млрд ₽	● главный риск горизонта
09.09.2027	пут-оферта 001Р-06	800 млн ₽	●
11.12.2027	погашение 001Р-01	461 млн ₽	●
28.12.2027	конец льготного периода: КС + 5% деньгами	≈21–24 млрд ₽ в год [Расчёт]	● «утёс»
19.02.2028	погашение 001Р-02 и 001Р-03	637 млн ₽	● после «утёса»
2029–2033	погашение синдицированного кредита	103,2 млрд ₽ + капитализация ≈20 млрд ₽	●

До января компания проходит под «зонтиком» полных каникул — это лучшее окно для выплат. Дальше каждый платёж ложится на более тяжёлый фон: с 29.12.2026 — 7,5% банкам деньгами, с 29.12.2027 — полная ставка с разбухшего тела долга. 001Р-02 и 001Р-03 гасятся через семь недель после «утёса», в самой неудобной точке графика.

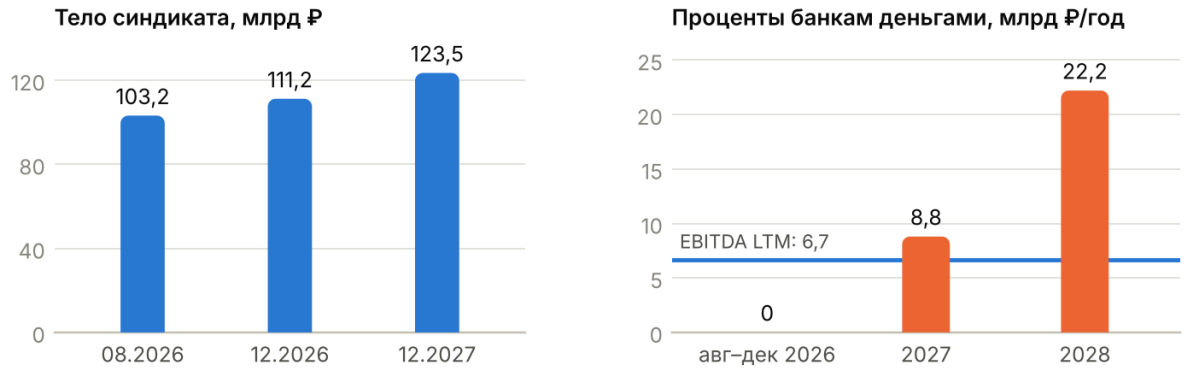
Скрытая цена каникул. Каникулы — не подарок, а кредит под 19%. К концу 2026 года тело синдиката вырастет примерно до 111 млрд ₽, к концу 2027-го — до ≈123 млрд ₽ при средней КС 13% [Допущение]. С 2028 года полная ставка «КС + 5%» деньгами означает 21–24 млрд ₽ процентов в год при EBITDA 7–9 млрд ₽ — без второй реструктуризации эта арифметика не сходится (рис. 6).

PROBONDS

РИСУНОК 6

Каникулы — это кредит под 19%: снежный ком к 2028 году

Синдикат: КС + 5%; до 28.12.2026 — 0% деньгами, в 2027 г. — 7,5%, остальное — в тело долга



Источник: МСФО 1П2026 (Прим. 23); расчёт редакции при КС 13% и 7,5% от тела с капитализацией [Допущение].

7.3. Ковенанты и структурная субординация

Численные ковенанты синдиката — предельный леверидж, минимальное покрытие процентов, минимальные чистые активы — в отчётности не раскрыты • н/д. Известно главное: банки отказались от права досрочного истребования по прежним двусторонним договорам, а взамен получили залог 82,14% акций ПАО «Кокс» и долей в основных «дочках», поручительства бенефициара и связанной стороны, а также залог прав требования по займам связанной стороне на 27,1 млрд ₽. Опционы на поручительство за связанную сторону (28,8 млрд ₽) в июле 2026 года заменены залогом этих прав требования.

> Ключевой риск. Облигации 001Р не имеют ни залога, ни поручительств. При дефолте деньги «дочек» и даже возврат займов стального завода уйдут залоговым банкам. Наша оценка возмещения для облигационеров — 15–20% номинала. Неизвестно и то, разрешает ли синдикат тратить кэш группы на выкуп облигаций по офертам (restricted payments), — это главный вопрос к эмитенту.

7.4. Кредитные рейтинги

Кредитные рейтинги эмитента на 04.11.2026

Агентство	Рейтинг и прогноз	Дата	История	Триггеры пересмотра
АКРА	BBB-(RU), «Стабильный» (ОСК bbb-)	26.10.2026	BBB+(RU) «Негативный» — 30.10.2025; A-(RU) «Негативный» — 08.11.2024	вниз: рентабельность по FFO < 5% (1П2026 — 6%), FFO / проценты < 1,0x; вверх: FFO / проценты > 2,5x и долг/FFO < 5,0x
НКР	отозван	27.05.2025	A+.ru (05.06.2024)	• устаревший сигнал
Эксперт РА	отозван	08.05.2019	ruBBB+	• устаревший сигнал

Рейтингу девять дней, и «стабильный» прогноз опирается на синдикацию: АКРА ждёт временного скачка покрытия в 2026 году за счёт каникул, но взвешенное покрытие на горизонте 2024–2029 годов оценивает лишь в 1,2x, а долг/FFO — в 7,1x. Следующая ступень вниз — BB+(RU), то есть уже спекулятивная категория. Наша внутренняя категория — **C** («высокий риск, только короткая дюрация», эквивалент CCC). Мы консервативнее агентства, потому что облигационеры субординированы, а рейтинг описывает эмитента в целом.

7.5. Стресс-тест: ставка +300 б.п. и EBITDA −20%

Мы проверили два шока одновременно: ключевая ставка до 17% (ставка синдиката — 22%) и падение EBITDA до 5,3 млрд ₽ [Расчёт].

Стресс-тест обслуживания долга, МСФО, млрд ₽

Параметр	База: LTM 1П2026, КС 14%	Стресс-2027: льготные 7,5%	Стресс-2028: конец каникул
Скорр. EBITDA	6,7	5,3	5,3

Параметр	База: LTM 1П2026, КС 14%	Стресс-2027: льготные 7,5%	Стресс-2028: конец каникул
Проценты начисленные	20,3	23,4	27,9
Проценты деньгами	8,4	8,4	27,9
Капитализация (PIK)	11,9	15,0	0
Чистый долг на конец года	116,4	122,2	> 145
Чистый долг / EBITDA	17,4x	22,9x ●	> 27x ●
ICR начисленный	0,33x	0,23x ●	0,19x ●
ICR денежный	0,79x	0,63x ●	0,19x ●

Денежные проценты 2027 г. — 7,5% от исходного тела синдиката (7,7 млрд ₽) плюс купоны (0,7 млрд ₽). Если 7,5% начисляются на тело с капитализацией, выплаты выше ещё на ≈1 млрд ₽ [Допущение].

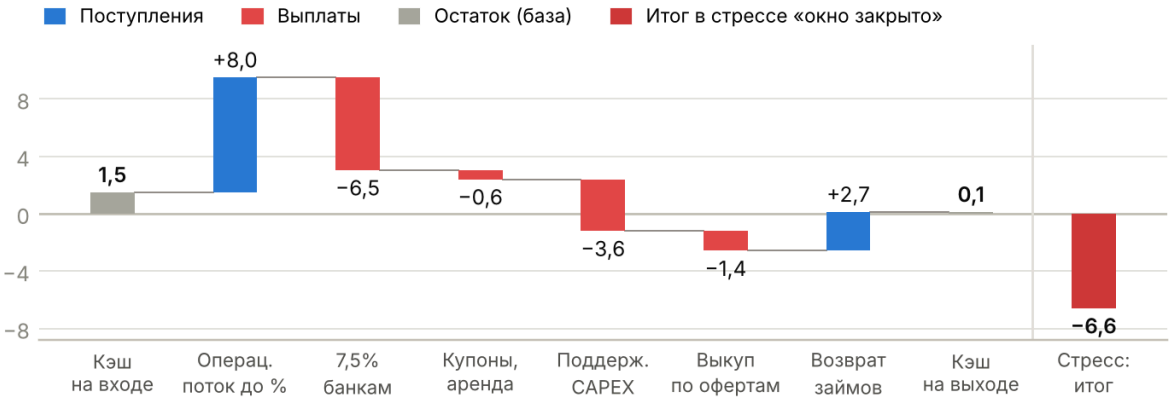
Конструкция синдиката гасит процентный шок 2027 года: даже при КС 17% денежные платежи не растут, весь удар уходит в тело долга. Но падения EBITDA она не прощает: при −20% операционного потока не хватает даже на льготные 7,5% и поддерживающий CAPEX — дефицит 2027 года составит 6,6–7,0 млрд ₽ плюс 2,8 млрд ₽ облигационных выплат. В 2028 году без новой реструктуризации дефицит превышает 25 млрд ₽ в год. Пробиваются ли ковенанты, оценить нельзя — они не раскрыты.

Ликвидность на 12 месяцев. Мост ликвидности из мемо (рис. 7) сходится в ноль только при одном условии: «дочки» и связанная сторона должны вернуть не менее 2,7 млрд ₽ займов и дебиторки. Покрытие обязательных выплат источниками — **0,79x в базе и 0,45x в стрессе** «окно закрыто» (первичка недоступна, новых лимитов нет, на оферты предъявляют 85%). В стрессе кассовый разрыв ≈0,6 млрд ₽ возникает уже 25 января 2027 года — в день расчётов по 001P-04.

РИСУНОК 7

Мост ликвидности: без денег «дочек» не сходится

Группа, ноябрь 2026 – октябрь 2027, млрд ₽: база мемо и стресс без возвратов от «дочек»



Источник: тактический мемо, Блок 7. С 7,5% от тела с капитализацией база уходит в ≈ −0,6 млрд ₽ [Допущение].

8 Выпуски 001P: что заложено в цену

Параметры выпусков ПАО «Кокс»; цены — закрытие MOEX 03.11.2026

Параметр	001P-01	001P-02	001P-03	001P-04	001P-06
ISIN	RU000A10AHD7	RU000A10B0R6	RU000A10B0S4	RU000A10C741	RU000A10CRB6
В рынке (выпуск), млн ₽	461 (1 200)	559 (1 000)	78 (300)	1 500	800
Купон, фикс, 12 раз в год	19,75%	19,25%	19,25%*	21,00%	20,50%
Погашение	11.12.2027	19.02.2028	19.02.2028	13.07.2028	31.08.2028
Пут-оферта	пройдена 06.2026	пройдена 09.2026	пройдена 09.2026	**25.01.2027**	**09.09.2027**
Горизонт / дюрация, лет	1,10 / 0,98	1,30 / 1,13	1,30 / 1,13	0,23 / 0,22	0,85 / 0,77
Цена, % номинала	82,70	78,00	80,45	94,96	87,78
Доходность к горизонту [Расчёт]	47,2%	50,3%	46,3%	53,2%	44,4%

Параметр	001P-01	001P-02	001P-03	001P-04	001P-06
Спред к кривой ОФЗ ≈14,5%	+3 270 б.п.	+3 580 б.п.	+3 180 б.п.	+3 870 б.п.	+2 990 б.п.
Амортизация	нет	нет	нет	нет	нет
Ликвидность (мемо)	умеренно низкая	умеренно низкая	неликвид	лучшая	хорошая
Премия к пирам	● н/д	● н/д	● н/д	● н/д	● н/д

* 001P-03 размещался как флоатер (КС + 5,75%), но на сентябрьской оферте ставка 19–36 купонов зафиксирована на 19,25%: по денежному потоку он теперь идентичен 001P-02, и логика флоатера к нему неприменима. Доходности рассчитаны редакцией по ценам закрытия; биржевые оценки близки: от 44,7% по 001P-06 до 55,6–58,6% по 001P-04 в зависимости от сделки. Дюрация — Маколея, к оферте для пут-выпусков.

Кривая эмитента инвертирована и «рваная»: самый короткий выпуск даёт самую высокую доходность. Но это артефакт короткого срока: при горизонте 2,7 месяца каждый процентный пункт цены превращается примерно в 7 п.п. годовой доходности. Сравнивать эти бумаги по доходности бессмысленно; честнее спросить, какую вероятность дефолта цена уже включает.

Справедливая доходность: два метода

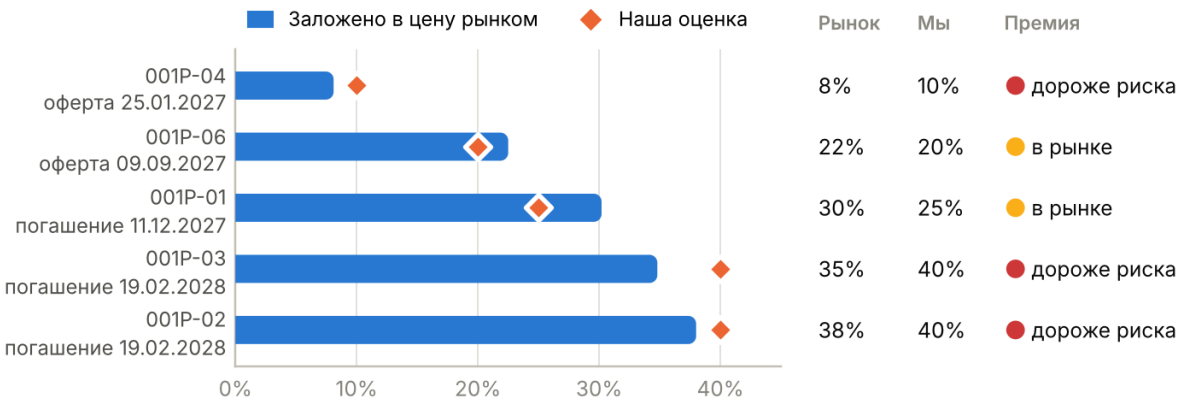
Метод А — относительный. Кривая ОФЗ на участке 0,25–1,3 года — около 14,5% (оценка по Z-спредам MOEX на 03.11.2026) [Расчёт]. Медианный спред группы BB к ОФЗ летом 2026 года составлял 9,5–11 п.п. (Юнисервис Капитал, «Коммерсантъ», 29.07.2026). Добавляем премии за структурную субординацию (+450 б.п.), экстремальный леверидж и непрозрачность периметра (+250 б.п.) и низкую ликвидность (+150 б.п.). Получаем 32,5–34% — уровень, где «Кокс» торговался бы, если бы рынок считал его обычным слабым BB. Все выпуски торгуются на 1 000–2 000 б.п. шире: рынок оценивает эмитента как distressed, и мы с этим согласны.

Метод Б — фундаментальный. Для эмитента с высокой вероятностью дефолта линейная формула «ОФЗ + PD × LGD» занижает требуемую доходность: дефолт уничтожает не только номинал, но и поток 20%-ных купонов. Поэтому мы считаем ожидаемую стоимость денежных потоков каждого выпуска. Вероятность дефолта к датам выплат — 10% к январской оферте, 20% к сентябрьской, 25% к декабрю 2027 года и 40% к февралю 2028-го [Оценка]: годовая PD в 2027 году — 18–20%, как в мемо, плюс отдельный пик риска после 28.12.2027. Возмещение — 20% номинала, премия за ликвидность и неопределённость — +4 п.п. к ОФЗ. Что из этого следует для каждого выпуска — на рис. 8 и в таблице ниже.

РИСУНОК 8

Что заложено в цену: шанс дефолта до даты выплаты

Накопленная вероятность дефолта до оферты/погашения; возмещение 20% номинала, ставка ОФЗ 14,5%



Источник: цены MOEX на 03.11.2026; [Расчёт] редакции; наша кривая — [Оценка]: 10/20/25/40% к датам выплат.

Справедливая стоимость выпусков, метод Б, цены MOEX на 03.11.2026 [Расчёт]

Выпуск	Цена рынка	Справедл. цена	Доходн. рынка	Справедл. доходн.	Отклонение	Премия
001P-04	94,96	92,7	53,2%	70,3%	−1 710 б.п.	● недостаточна
001P-06	87,78	87,3	44,4%	45,4%	−90 б.п.	● в рынке
001P-01	82,70	83,8	47,2%	45,2%	+200 б.п.	● в рынке
001P-03	80,45	73,6	46,3%	58,3%	−1 200 б.п.	● недостаточна
001P-02	78,00	73,6	50,3%	58,3%	−790 б.п.	● недостаточна

ONDS RF

Ни один выпуск не торгуется с избыточной премией. 001Р-06 и 001Р-01 стоят примерно столько, сколько стоит их риск: отклонение в пределах ±200 б.п. — это «в рынке», а не сигнал. 001Р-04 переоценён: цена 95% предполагает лишь ~8% вероятности провала январской оферты, тогда как мы закладываем 10%, а исходный разбор — 15–20%. 001Р-02/03 гасятся после «утёса» и при наших вероятностях стоят на 4–7 п.п. дороже справедливой цены.

9 Матрица рисков

Риски на горизонте 6–18 месяцев (МСФО 1П2026, РСБУ 9М2026, рынок на 03.11.2026)

Риск	Вероятн.	Влияние	Митигант
Кассовый разрыв на оферте 001Р-04 (1,5 млрд ₽, 25.01.2027) при 276,6 млн ₽ на счетах ПАО «Кокс»: при цене ниже номинала к выкупу предъявят 80–100% выпуска	C	B	полные каникулы по синдикату до 28.12.2026; лимит внутригрупповых займов 2,1 млрд ₽; выкуп 1,4 млрд ₽ по офертам 2026 года без сбоев
Структурная субординация: залог 82,14% акций, долей «дочек» и прав требования на 27,1 млрд ₽ в пользу банков	B (реализован)	B	отсутствует; возмещение при дефолте — 15–20% номинала
Отток ликвидности в связанную сторону вне периметра: 39 млрд ₽ займов и дебиторки, деньгами поступает ~5% начисленных процентов	B	B	мораторий на новые займы связанным и дивиденды в базовом сценарии АКРА; возврат старых займов до 2034 года не предусмотрен
«Утёс» 28.12.2027: КС + 5% деньгами с ≈123 млрд ₽ — 21–24 млрд ₽ в год при EBITDA 7–9 млрд ₽	B	B	отсутствует; нужна вторая реструктуризация или конвертация долга
Стагнация цен на кокс и чугун при КС 12,5–13,5% в 2027 году → рентабельность по FFO ниже 5% (триггер АКРА)	C	B	вертикальная интеграция, собственное сырьё, рост выплавки чугуна в 3К2026 (+23%)
Эрозия капитала: СЧА РСБУ 4,7 млрд ₽ (−52,5% за 9 мес.), капитал МСФО 3,6 млрд ₽	B	C	уставный капитал 33 млн ₽ — триггер ст. 35 ФЗ «Об АО» далёк; конвертация внутригрупповых займов (17,4 млрд ₽) в капитал возможна, но не объявлена
Кассовые сигналы: впервые появилась просрочка по налогам и взносам — 158 млн ₽ на 30.09.2026	C	C	сумма небольшая; погашение не подтверждено
Заражение рынка: распродажи в металлургическом ВДО при тонком стакане (пример — «Уральская сталь», 29.10.2026)	B	C	ограниченный: малый объём выпусков

Главная асимметрия: до конца 2027 года банкам выгодно сохранять операционную непрерывность холдинга, поэтому вероятность контролируемого прохождения 2027 года высока. Но у этой лояльности есть дата истечения, и она совпадает с концом каникул.

10 Red Flags Check

Чек-лист красных флагов (МСФО FY2024–1П2026, РСБУ FY2024–9М2026)

Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный cash flow 2+ периода подряд	● да	РСБУ OCF с процентами: −7,3 / −20,6 / −2,8 млрд ₽ (FY2024 / FY2025 / 9М2026); FCF после процентов по МСФО отрицателен все периоды
Дебиторка растёт быстрее выручки	● да	1П2026: выручка −29%, дебиторка +24%, у связанной стороны +38%
Забалансовые обязательства, поручительства за связанных	● да	поручительства 46,3 млрд ₽ (РСБУ, FY2025) трансформированы в солидарную ответственность по синдикату
Частая смена аудитора или CFO	● нет	АО «Технологии Доверия – Аудит» без смены; финансовый блок УК «ПМХ» стабилен
Оговорки или going concern в аудиторском заключении	● был → снят	в заключениях за 2025 год (29.04.2026) — есть; в обзорной проверке 1П2026 (27.08.2026) снят после синдикации
Залог ключевых активов (субординация облигационеров)	● да	82,14% акций, доли «дочек», права требования на 27,1 млрд ₽
Концентрация: топ-3 клиента > 50% выручки	● да	53% — связанная сторона (МСФО); топ-3 покупателя ПАО «Кокс» — 79% (РСБУ)
Существенные судебные иски	● нет	резервы 26–224 млн ₽; исков от банков нет
Кредитование связанных сторон за счёт банковского долга	● да	займы связанному заводу под 15,75% до 2034–2038 гг. при фондировании «КС + 5%»

Флаг	Статус	Пояснение
Капитализация процентов (PIK)	● да	7,3 млрд ₽ в 1П2026; продлится до 28.12.2027
Изъятия в отчётности («…»)	● да	скрыты названия «дочек», сегментов, банков и связанных контрагентов
Налоговая просрочка — впервые	● да	158 млн ₽ на 30.09.2026 при нуле на начало года
Оферта в ближайшие 6 месяцев без видимых источников	● да	1,5 млрд ₽ 25.01.2027 при 276,6 млн ₽ на счетах и без свободных банковских линий

Итог: **9 красных флагов из 13**, два жёлтых, два зелёных. Это профиль special situations: заёмщик держится на плаву соглашением с банками, а не собственным денежным потоком. По правилу доминирования мемо (более трёх критических флагов) участие в первичных размещениях эмитента исключено при любой премии.

11 Сценарии: три варианта 2027 года

Сценарии для группы и облигаций 001Р на 2027 год, вероятности — [Оценка] редакции

Сценарий	Предпосылки	Группа в 2027 году	Облигации
● **Bull**, P = 20% [Оценка]	КС снижается до 11–12% к концу 2027 года; стройки поднимают цены на чугун и кокс на 15–20%; связанная сторона гасит часть дебиторки	EBITDA 10–12 млрд ₽, денежное покрытие > 1,2x; переговоры о продлении льготного режима	все выплаты 2027 года проходят; спреды сужаются, цены 92–97%
● **Base**, P = 55% [Оценка]	КС 12,5–13,5% (прогноз ЦБ); цены у уровней 2026 года; банки разрешают обслуживать облигации ради публичного статуса	EBITDA 7,5–9 млрд ₽; весь поток уходит на 7,5% банкам и купоны; долг растёт до ≈123 млрд ₽	оферты января и сентября и погашение 001Р-01 проходят; 001Р-02/03 под давлением «утёса»
● **Bear**, P = 25% [Оценка]	КС 14–15%; EBITDA 4,5–5,5 млрд ₽; банки блокируют выплаты по необеспеченным облигациям	кассовый разрыв на одной из оферт 2027 года; триггеры АКРА пробиты	технический дефолт и реструктуризация; возмещение 15–25% номинала

Сценарии различаются не столько траекторией EBITDA, сколько поведением банков: в «бычьем» и базовом вариантах синдикат разрешает обслуживать облигации, в «медвежьем» — нет. Для держателя бумаги до оферты или погашения первые два сценария дают одинаковый результат — разница лишь в промежуточной цене.

Вероятностно-взвешенный результат к горизонту каждого выпуска [Расчёт]

Выпуск	Bull / Base	Bear	Взвешенный итог	В пересчёте на год	ОФЗ, % годовых
001Р-04	+10,0%	−23,5%*	+1,6%	7,2% ●	14,5%
001Р-06	+33,1%	−44,8%	+13,6%	16,2% ●	14,5%
001Р-01	+46,8%	−60,9%	+19,8%	17,8% ●	14,5%
001Р-02	+39,1%**	−59,5%	+14,4%	11,0% ●	14,5%
001Р-03	+34,9%**	−60,8%	+11,0%	8,4% ●	14,5%

Возмещение в дефолте — 20% номинала; дефолт в «медвежьем» сценарии распределён по датам выплат: январь — 40%, сентябрь — 40%, декабрь 2027 года — 20%. * Для 001Р-04 опасен только провал январской оферты; более поздний дефолт выпуск не затрагивает. ** С учётом дополнительной вероятности дефолта в начале 2028 года (15 п.п.).

Вероятностно-взвешенная доходность 001Р-06 и 001Р-01 — 16–18% годовых, на 2–3 п.п. выше ОФЗ при риске потерять 45–60% вложений в «медвежьем» сценарии. 001Р-04 при наших вероятностях приносит меньше депозита, 001Р-02/03 — меньше ОФЗ. Рынок оценил «Кокс» трезво: бесплатных денег в этой кривой нет.

Чувствительность. Если вероятности дефолта на четверть выше наших, ожидаемая доходность 001Р-06 падает до 12% годовых, 001Р-01 — до 13,5%, то есть ниже ОФЗ. Если провал январской оферты так же вероятен, как в исходном разборе (15–20%), а остальные риски пропорционально выше, ожидаемая доходность всех пяти выпусков — около нуля или отрицательная. Если же банки проведут группу через 2027 год без потерь для облигационеров, полная доходность 001Р-06 к оферте составит 33%, 001Р-01 к погашению — 47%.

PRO BONDS RF

12 Вердикт редакции

«Кокс» — классическая история «слишком большой, чтобы банки дали ему упасть прямо сейчас, и слишком закредитованный, чтобы облигационеры спали спокойно». Синдикат купил группе 2027 год, но сделал держателей 001Р младшими необеспеченными кредиторами в компании с левериджем 15,5x и капиталом 3,6 млрд ₽. После распродажи рынок оценивает бумаги трезво: в лучших выпусках премия за риск достаточна, но не избыточна, в остальных — недостаточна.

Взгляд редакции: осторожный (шкала: конструктивный / нейтральный / осторожный / негативный).

Премия: 001Р-06 и 001Р-01 — в рынке (±200 б.п. к справедливой доходности); 001Р-04 — недостаточна (−1 710 б.п.: рынок закладывает ~8% вероятности провала оферты против наших 10%); 001Р-02/03 — недостаточна (−790…−1 200 б.п.).

Risk/Reward на примере 001Р-06: +33% к оферте 09.09.2027 против −57…−72% в дефолте. Точка безубыточности относительно ОФЗ — вероятность прохождения ≈79%; наша оценка — 80%. Это ставка без запаса прочности.

Портфельное позиционирование

- ● **Подходит:** квалифицированным инвесторам в стратегии special situations, готовым потерять 50–70% позиции, — 001Р-06 (горизонт до оферты 09.09.2027 с обязательной подачей заявки) или 001Р-01 (погашение 11.12.2027), не более 0,5–1% портфеля ВДО. Держателям 001Р-04 — удержание до оферты 25.01.2027 с обязательным предъявлением, без докупок.
- ● **Не подходит:** консервативным инвесторам и портфелям с ограничением по рейтингу (риск ухода эмитента в BB+); стратегии buy & hold в 001Р-02/03, которые гасятся уже после окончания каникул; всем, для кого просадка на 70% недопустима, — то есть большинству частных инвесторов.

СТОИТ ЛИ ПОКУПАТЬ 001Р-06 НА ВТОРИЧКЕ? КОРОТКИЙ ОТВЕТ

После падения до ~88% номинала 001Р-06 перестал быть «дорогим»: доходность к оферте — 44%, рынок закладывает около 22% вероятности дефолта до сентября 2027 года, примерно столько же, сколько и мы. Но это справедливая цена риска, а не подарок: ожидаемая доходность — на 1–2 п.п. выше ОФЗ при шансе один к пяти потерять большую часть вложений. Внутри линейки 001Р-06 и 001Р-01 — наименее плохие варианты: оба выпуска платят до окончания банковских каникул. 001Р-04 выглядит безопаснее, но стоит дороже своего риска, а 001Р-02/03 гасятся уже после «утёса». **Для большинства портфелей разумнее пройти мимо; для спецситуаций — только малой долей и с готовностью держать до оферты.**

Триггеры пересмотра взгляда

Дата	Событие	Что смотрим
18.12.2026	заседание ЦБ по ключевой ставке	каждый п.п. КС ≈ ±1,2 млрд ₽ к телу синдиката в год
≈10–20.01.2027	купон 001Р-04 на периоды 19–36 и период предъявления	ставка ниже 23% или техническая → предъявление ≈100%
25.01.2027	расчёты по оферте 001Р-04	любая задержка — сигнал для всех выпусков
до 30.04.2027	годовая отчётность за 2026 год	капитал, going concern, дебиторка связанной стороны
август 2027	МСФО за 1П2027	рентабельность по FFO против триггера АКРА 5%
09.09.2027	оферта 001Р-06	обязательная подача заявки
до 26.10.2027	пересмотр рейтинга АКРА	риск ухода в BB+(RU)
11.12 / 28.12.2027	погашение 001Р-01 / конец льготного периода	вторая реструктуризация синдиката

Ближайшая контрольная точка — купон 001Р-04 в середине января: техническая ставка означает, что эмитент готов профинансировать полное предъявление; ставка выше 23% — что он экономит кэш и хочет удержать держателей.

Disclaimer. Материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые облигации сопряжены с высоким кредитным риском и риском потери капитала; часть выпусков может быть доступна только квалифицированным инвесторам.

PRO BONDS RF