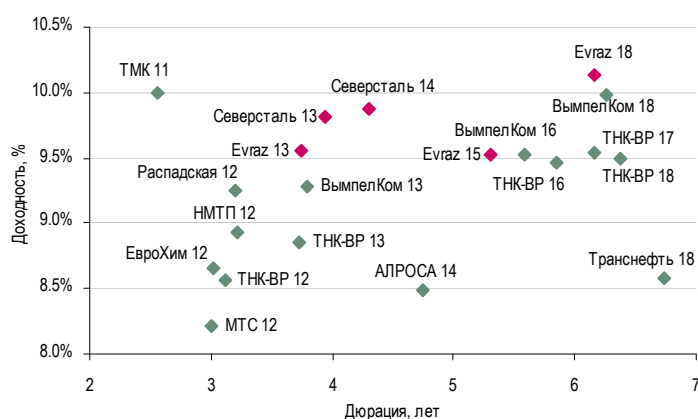


Evraz Group и Северсталь Еврооблигации, которые стоит купить

- **Значительное расширение спредов повысило привлекательность облигаций.** Спреды еврооблигаций Evraz Group и Северстали относительно кривой доходности суверенных обязательств и сопоставимых квазисуверенных выпусков в последнее время существенно расширились из-за предложения новых бумаг компаний на первичном рынке и общего ухудшения рыночной конъюнктуры. Еврооблигации Evraz Group и Северстали сроком обращения до 2013-2014 гг., торгующиеся с доходностью к погашению на уровне порядка 9.5%, представляются нам недооцененными, поэтому мы ожидаем сужения спредов.
- **Слишком низкие рейтинги.** По нашему мнению, рейтинги, присвоенные рейтинговыми агентствами российским представителям черной металлургии, пока не в полной мере учитывают увеличение масштабов их деятельности, блестящие финансовые результаты, рациональную финансовую политику, низкий уровень долговой нагрузки и обеспеченность собственным сырьем. Нам представляется, что ведущие российские комбинаты заслуживают рейтингов инвестиционного уровня, что дает основания рассчитывать на их последовательное повышение. Тем не менее, мы допускаем, что агентства повысят рейтинги только в следующем году, взяв паузу для оценки возросших, как считается, политических рисков.
- **Чрезмерно широкие спреды относительно зарубежных компаний.** Спреды еврооблигаций Северстали и Evraz Group относительно сопоставимых инструментов международных эмитентов расширились до максимальных значений. Если доходность обязательств бразильских металлургических компаний снизилась в прошлом году на 50-100 б. п., то доходность выпуска Северсталь 14 возросла более чем на 200 б. п. Более того, доходность инструментов Evraz Group и Северстали предполагает премию в 100-200 б. п. относительно долговых обязательств некоторых американских публичных компаний, которые при аналогичных рейтингах отличаются значительной долговой нагрузкой и худшими финансовыми показателями.
- **Необоснованная премия к бумагам российских эмитентов с аналогичными рейтингами.** Evraz Group и Северсталь платят премию в 100-150 б. п. к доходности облигаций других российских эмитентов, которым присвоен рейтинг BB. С начала периода волатильности на мировых рынках расширение спредов бумаг Северстали и Evraz Group оказалось наиболее значительным, и сейчас мы ожидаем от них динамики лучше рынка.
- **Покупки активов вероятны, но вряд ли помешают сужению спредов.** Чаще всего опасения инвесторов связаны с возможными крупномасштабными приобретениями, для чего Evraz Group или Северстали потребовалось бы привлечение долга в значительных размерах. Мы практически уверены в том, что компании продолжают скупать активы, но более вероятными считаем сделки стоимостью порядка USD1-2 млрд с оплатой денежными средствами ввиду консервативной политики эмитентов по ограничению долговой нагрузки (отношение Чистый долг/EBITDA не более 1.5-2.0). Кроме того, привлечение значительного заемного капитала затрудняет непростая ситуация на рынке. Крупные покупки, если таковые состоятся, скорее всего будут включать оплату акциями и, следовательно, не приведут к существенному усилению долговой нагрузки.
- **Из выпусков Северсталь 13 и Evraz 13 мы отдаем предпочтение первому.** Мы по-прежнему считаем, что по своему кредитному качеству Северсталь и Evraz Group практически не отличаются, поэтому наш выбор обусловлен исключительно более высокой доходностью. На данный момент Северсталь платит больше.

Рисунок 1. Доходность корпоративных облигаций на 21 августа 2008 г.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Спред выпуска Северсталь 14 к суверенной кривой доходности, б. п.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Черная металлургия: рейтинги и котировки ниже справедливых уровней

Мы сравнили кредитное качество российских производителей стали с характеристиками сопоставимых компаний из США, Японии, Южной Кореи и Бразилии и пришли к выводу, что по ключевым финансовым и нефинансовым показателям (таким как масштаб деятельности, валовая и операционная рентабельность, рентабельность EBITDA, отношение Долг/EBITDA, денежные потоки, обеспеченность собственным сырьем) российские компании не уступают зарубежным аналогам, а во многих аспектах и превосходят их.

Хотя российские предприятия пока не входят в число мировых лидеров по объему выпуска стали, их уникальное преимущество состоит заключается в обеспеченности собственным сырьем, благодаря чему они находятся в более выгодном положении в условиях роста стоимости сырья, произошедшего в конце прошлого и начале нынешнего года.

Таблица 1. Мировые лидеры в производстве стали в 2007 г.

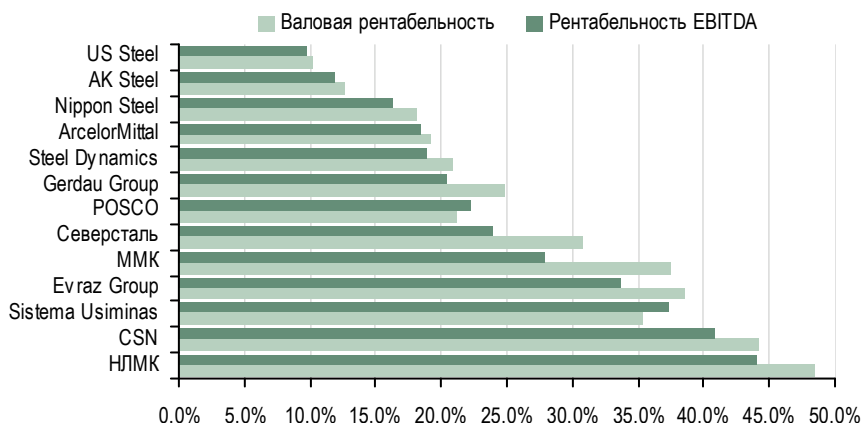
	Объем выпуска, млн тонн	Компания	Страна
1	116.4	ArcelorMittal	Транснациональная компания
2	35.7	Nippon Steel	Япония
3	34	JFE	Япония
4	31.1	POSCO	Южная Корея
5	28.6	Baosteel	Китай
6	26.5	Tata Steel	Индия (транснациональная компания)
7	23.6	Anshan-Benxi	Китай
8	22.9	Jiangsu Shagang	Китай
9	22.8	Tangshan	Китай
10	21.5	US Steel	США
15	17.3	Северсталь	Россия
17	16.2	Evrast Group	Россия
21	13.3	ММК	Россия
30	9.7	НЛМК	Россия
52	6.1	Мечел	Россия

Источник: IISI

Рентабельность

Благодаря низким издержкам российских производителей стали можно отнести к числу мировых лидеров по показателям рентабельности. По нашей оценке, нынешний год будет весьма успешным для отечественных металлургов, и их показатели рентабельности останутся на рекордно высоких уровнях.

Рисунок 3. Рентабельность сталелитейных компаний в 2007 г.

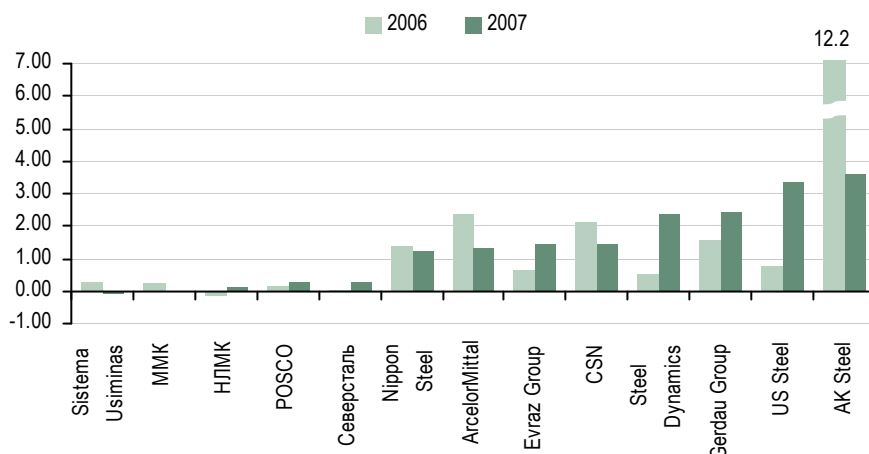


Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Долговая нагрузка

По отношению чистого долга к EBITDA российские представители отрасли также вписываются в общемировую картину (их мультипликаторы не превышают 2.0-2.5). Такие показатели мы считаем приемлемыми, и они не вызывают серьезных опасений у рейтинговых агентств. Более того, по состоянию на конец прошлого года среди крупных российских металлургических компаний только у Evraz Group отношение Чистый долг/EBITDA по причине приобретений превысило очень консервативный уровень 1.0. Показатели всех без исключения игроков, попавших в сферу нашего внимания, сопоставимы с аналогичными характеристиками бразильских производителей, а также таких компаний как Nippon Steel, ArcelorMittal и POSCO. Наиболее высоким уровнем долговой нагрузки среди рассматриваемых нами представителей отрасли отличаются американские компании, которые, кроме того, несут значительные издержки, связанные с программами пенсионного обеспечения и прочими социальными обязательствами (соответствующие обязательства отражаются на балансе). Для российских частных предприятий фактическое отсутствие пенсионных обязательств является неоспоримым преимуществом.

Рисунок 4. Коэффициент Чистый долг/EBITDA сталелитейных компаний

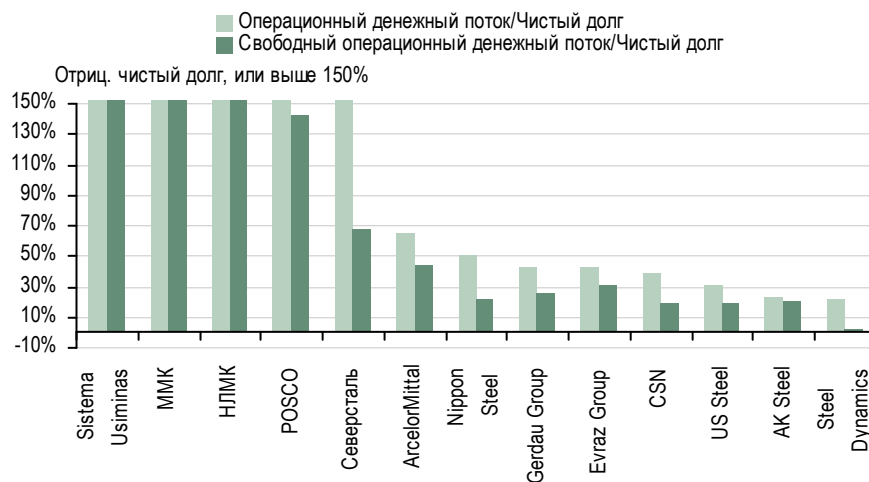


Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Генерация денежных потоков

Рейтинговые агентства традиционно уделяют значительное внимание анализу денежных потоков и различным коэффициентам, при расчете которых используется величина денежных потоков. Для сопоставления мы выбрали отношения к чистому долгу операционного денежного потока и свободного операционного денежного потока (операционный поток за вычетом капитальных затрат). В очередной раз можно констатировать, что в лидерах благодаря низкому уровню долговой нагрузки числятся HLMK и MMK, Северсталь немного отстает, а Evraz Group находится в середине репрезентативной группы с отношением Свободный операционный денежный поток/Чистый долг на уровне 30-40%. У американских компаний наиболее слабые позиции по покрытию долга операционными потоками.

Рисунок 5. Показатели денежных потоков и долга сталелитейных компаний за 2007 г.



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Обеспеченность сырьем

Самодостаточность в вопросах обеспечения сырьем – серьезное конкурентное преимущество, поскольку спрос на сталь спровоцировал скачок цен на основные виды используемого в черной металлургии сырья и в глобальном масштабе даже привел к возникновению некоторого дефицита угля коксующихся марок и железной руды. Когда стоимость производственных факторов толкает вверх цены на металлопродукцию, вертикальная интеграция позволяет производителям стали повысить рентабельность и получить дополнительную прибыль, тогда как конкуренты, не располагающие сырьевыми активами, вынуждены прилагать усилия, чтобы сохранить уровень рентабельности.

Таблица 2. Обеспеченность основными видами сырья

Компания	Обеспеченность в 2007 г.		Примечание
	Железная руда	Уголь/кокс	
Северсталь	100%	90%	Обеспеченность российского сегмента бизнеса сырьем – 100% (68% выпуска стали в 2007 г.); владеет энергогенерирующими мощностями.
Evraz Group	77%	100%	После приобретения ГОК Сухая балка ожидается, что в 2008 г. компания будет полностью обеспечена железной рудой.
НЛМК	90%	0%	
MMK	20%	0%	Имеет лицензию на разработку крупных месторождений железной руды, начало производства планируется в 2012 г. Владеет 50% акций СП, контролирующего угледобывающую компанию Белон.
ArcelorMittal	46%	13%	Компания нацелена на дальнейшее повышение самообеспеченности сырьем.
POSCO	0%	0%	В 2007 г. 12.8% железной руды и угля было куплено у ассоциированных добывающих компаний.
US Steel	Значительная (более 50%)	0%	
Gerdau Group	0%	0%	
Sistema Usiminas	0%	0%	Vale, поставщик железной руды, является миноритарным акционером.
AK Steel	0%	0%	
CSN	100%	0%	Также владеет энергогенерирующими мощностями.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

В международном контексте позиции российских предприятий уникальны – за счет интеграции они почти на 100% обеспечивают собственные потребности в железорудном сырье и коксующихся углях. Данное обстоятельство, по нашему мнению, можно считать одним из наиболее важных конкурентных преимуществ Evraz Group и Северстали.

Низкие рейтинги, как мы полагаем, будут постепенно повышаться

Рассматривая вышеперечисленные факторы в совокупности (табл. 3), мы считаем необоснованно низкими рейтинги, присвоенные российским представителям черной металлургии. По всем показателям и коэффициентам они входят в число мировых лидеров. По нашему мнению, по экономическим характеристикам ближайшим их аналогом можно считать бразильские компании. Очевидно, что по финансовым результатам металлургические предприятия США существенно отстают от российских комбинатов, хотя им были присвоены сопоставимые или даже более высокие рейтинги. Крупнейшему американскому производителю, компании US Steel, агентства Moody's и Fitch присвоен минимальный рейтинг инвестиционного уровня, а НЛМК – рейтинг BBB- по шкале агентства S&P, при этом по рентабельности EBITDA российская компания в прошлом году более чем вчетверо превосходила конкурента. Кроме того, если у НЛМК долга практически нет, то US Steel имеет довольно агрессивный уровень долговой нагрузки. Компания AK Steel имеет те же рейтинги, что и Evraz Group, демонстрируя куда более низкую эффективность при более низких коэффициентах обслуживания долга.

Примечательно, что агентство Moody's, присваивая рейтинги Evraz Group и Северстали, указало, что по четырем основным характеристикам, влияющим на рейтинг компании отрасли черной металлургии (диверсификация и масштабы бизнеса, эффективность затрат, рентабельность, финансовая политика и финансовое состояние), Evraz Group и Северсталь соответствуют критериям рейтинга инвестиционного уровня в диапазоне от Baa до Aa. По мнению Moody's, рейтинги Северстали и Evraz Group, рассчитываемые исключительно на основании общей методологии присвоения рейтингов металлургическим компаниям, оказались бы на уровне A1 и A2 соответственно, хотя фактически присвоенные рейтинги уступает теоретическим семь и шесть ступеней.

Основная причина, по которой рейтинговые агентства удерживают рейтинги российских металлургических компаний на относительно низких уровнях, – это набившие оскомину «страновые риски», выражающиеся в непредсказуемости ситуации в предпринимательской, налоговой и правовой сфере. Любопытно, что агентствами S&P и Fitch суверенный рейтинг России, призванный отражать страновые риски, установлен на две ступени выше рейтинга Бразилии, а агентством Moody's – даже на три ступени. При этом ведущим бразильским производителям стали рейтинги присвоены на уровне суверенного, тогда как имеющий высший рейтинг от S&P НЛМК два пункта уступает рейтингу Российской Федерации, Северсталь – четыре пункта (единодушие проявляет вся «большая тройка» рейтинговых агентств), а Evraz Group – пять пунктов.

Мы ожидали, что рейтинги металлургических компаний будут повышены на один пункт после публикации хороших финансовых результатов деятельности за первое полугодие, однако учитывая недавнюю критику премьер-министра в сторону одной из компаний отрасли угледобычи и металлургии и российско-грузинский конфликт вокруг Южной Осетии, агентства, скорее всего, отложат пересмотр рейтингов на следующий год, а соответствующие решения будут приниматься с учетом финансовых результатов за весь 2008 г. Впрочем, мы не исключаем возможности повышения рейтинга Evraz Group агентством S&P, но в этом случае оно лишь поднимет рейтинг до уровня, установленного Moody's и Fitch.

Таблица 3. Показатели российских и зарубежных сталелитейных компаний

Место	Объем выпуска в 2007 г., млн тонн	Компания	Страна	Рейтинг			Валовая рентабельность	Рентабельность EBITDA	Чистый долг/ EBITDA	ОДП/ Чистый долг	СОДП/ Чистый долг	Обеспеченность железной рудой	Обеспеченность углем
				S&P	Moody's	Fitch							
1	116.4	ArcelorMittal	Междунар.	BBB+	Baa2	BBB	19.3%	18.4%	1.3	65%	44%	46%	13%
2	35.7	Nippon Steel	Япония	A-	A1	A-	18.1%	16.4%	1.2	51%	22%		
4	31.1	POSCO	Южная Корея	A	A1	A-	21.2%	22.3%	0.3	296%	142%	0%	0%
10	21.5	US Steel	США	BB+	Baa3	BBB-	10.3%	9.8%	3.4	31%	19%	>50%	0
13	18.6	Gerdau Group	Бразилия/ Канада	BBB-		BBB-	24.9%	20.4%	2.4	42%	25%	0%	0%
15	17.3	Северсталь	Россия	BB	Ba2	BB	18.7%	0.0%	0.0	208%	68%	100%	90%
17	16.2	Evrast Group	Россия	BB-	Ba2	BB	38.5%	33.6%	1.5	42%	30%	77%	100%
21	13.3	ММК	Россия	BB	Ba2	BB	37.5%	27.9%	0.0	отриц. чистый долг		20%	0%
30	9.7	НЛМК	Россия	BBB-	Ba1	BB+	48.5%	44.1%	0.1	555%	344%	90%	0%
35	8.7	Sistema Usiminas	Бразилия	BBB-	Baa3	BBB-	35.4%	37.4%	-0.1	отриц. чистый долг		0%	0%
54	5.9	AK Steel	США	BB-	Ba3		12.7%	11.9%	3.6	23%	20%	0%	0%
59	5.3	CSN	Бразилия	BB+	Ba2	BBB-	44.2%	40.9%	1.5	38%	19%	100%	0%
62	5	Steel Dynamics	США	BB+	Ba2		20.9%	18.9%	2.4	21%	2%		—

ОДП – операционный денежный поток. СОДП – свободный операционный денежный поток.

Источники: данные компаний, IISI, рейтинговые агентства, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. ASW-спрэды и CDS сталелитейных компаний на 13 августа 2008 г.

Компания	Рейтинг			ASW-спрэд	Пятилетний спрэд CDS, б. п.
	S&P	Moody's	Fitch		
ArcelorMittal	BBB+	Baa2	BBB	241	190
Nippon Steel	A-	A1	A-	8	39
POSCO	A	A1	A-	169	117
US Steel	BB+	Baa3	BBB-	159	160
Gerdau Group	BBB-		BBB-	260	
Северсталь	BB	Ba2	BB	557	444
Evrast Group	BB-	Ba2	BB	524	439
Sistema Usiminas	BBB-	BBB-	Baa3	243	
AK Steel	BB-	Ba3			293
CSN	BB+	Ba2	BBB-	240	
Steel Dynamics	BB+	Ba2		387	

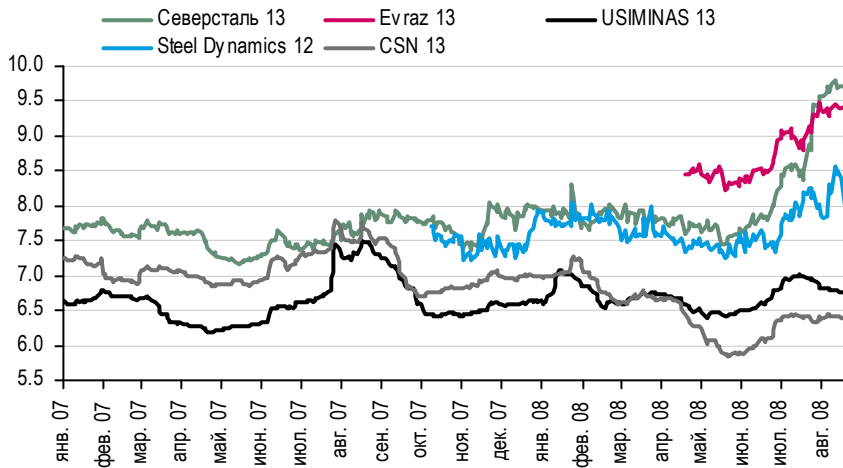
Источник: Bloomberg

Слишком широкие спрэды

Динамика котировок еврооблигаций Северстали с погашением в 2014 г. указывает на их текущую недооценку относительно инструментов таких сопоставимых компаний, как Steel Dynamics, CSN и Sistema Usiminas. Если год назад обязательства Северстали торговались почти на одном уровне с бумагами указанных эмитентов, то затем облигации компаний CSN и Sistema Usiminas выросли в цене, доходность инструментов Steel Dynamics немного подросла, а доходность выпуска Северстали увеличилась почти на 200 б. п. С нашей точки зрения, спрэд между доходностью облигаций Северстали и Steel Dynamics не обоснован фундаментальными факторами. Кроме того, слишком широким представляется спрэд в 300 б. п. к доходности выпусков бразильских эмитентов, даже если учесть их более высокий рейтинг.

На рынке CDS риски Северстали и Evrast Group также представляются нам переоцененными: имеющая более низкий рейтинг компания AK Steel, финансовые показатели которой, по нашему мнению, хуже, чем у российских эмитентов, платит премию почти на 200 б. п. ниже (табл. 4).

Рисунок 6. Динамика доходностей еврооблигаций Северстали, Evraz Group и сопоставимых компаний



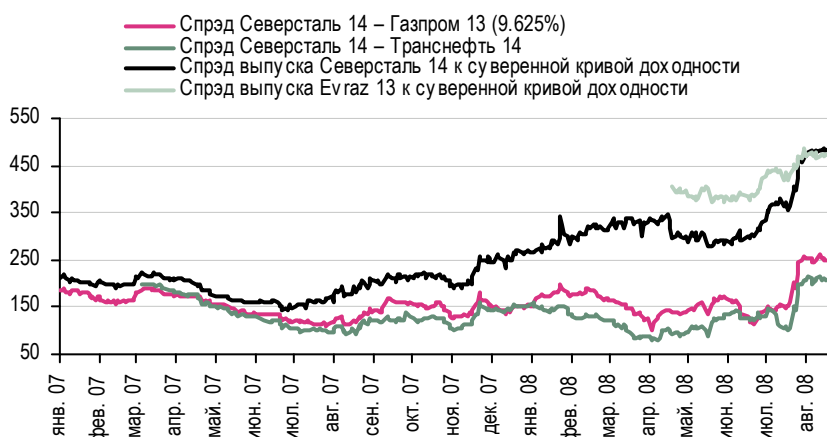
Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Мы считаем, что Evraz Group и Северстали присвоены несправедливо низкие рейтинги, а их риски на данный момент переоцениваются рынком. В краткосрочной перспективе можно ожидать переоценки инструментов Evraz Group и Северстали, что предполагает динамику котировок лучше рынка и сужение спредов относительно международных компаний и кривой доходности суверенных бумаг и квазисуверенных выпусков (Газпром, Транснефть).

Дешево на фоне российских эмитентов

В последнее время значительно расширились спрэды еврооблигаций Evraz Group и Северстали к кривой доходности суверенных обязательств и сопоставимых по дюрации квазисуверенных инструментов.

Рисунок 7. Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к выпускам Газпром 13 (9.625%) и Транснефть 14



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Расширение спрэдов не представляется обоснованным какими-либо экономическими факторами, кроме тенденции «бегства в качество» и – в большей степени – размещения обеими компаниями новых выпусков еврооблигаций.

Спрэд еврооблигаций Северстали к кривой доходности государственных обязательств достиг минимального значения в июле прошлого года, после чего началось расширение спрэда в связи с глобальным кризисом ликвидности и «бегством в качество». Спрэды к квазисуверенным долговым инструментам, расширившиеся примерно на 100 б. п., затем сузились до прежних значений в апреле 2008 г.

Тогда же, в апреле, рынку был предложен новый выпуск еврооблигаций Evraz Group. Выпуск объемом USD1.6 млрд размещался двумя траншами со сроками обращения пять и десять лет и ставкой купона 8.875% и 9.50% соответственно. Эмиссия была осуществлена с целью финансирования покупки у шведской группы SSAB активов IPSCO стоимостью USD4.025 млрд (100% акций компании IPSCO Tubulars и 51% акций NS Group были проданы TMK за USD1.2 млрд с опционом на покупку TMK оставшихся 49% акций NS Group в 2009 г. еще за USD0.5 млрд). Премия, предложенная Evraz Group к доходности выпуска Северсталь 14, составила в случае пятилетнего транша порядка 120 б. п., и оба транша пользовались хорошим спросом, что привело к росту котировок непосредственно после размещения. Ситуация на рынке в апреле-мае была достаточно благоприятной, что подтолкнуло Evraz Group к размещению бумаг дополнительно на USD400 млн по цене 101.15.

О том, что Северсталь рассматривает возможность размещения нового выпуска еврооблигаций, стало известно 16 мая; 26-30 июня компания провела презентацию выпуска, но других новостей после этого от компании не поступало. Многие участники рынка предположили, что Северсталь откладывает размещение, но 21 июля организаторы размещения объявили ценовой ориентир выпуска пятилетних облигаций (10%), и вскоре сделка была закрыта со ставкой купона 9.75% при объеме размещения USD1.25 млрд.

Выпуски Северстали и Evraz Group, доходность которых на 100-150 б. п. выше, представляются дешевыми в сравнении с другими еврооблигациями корпоративных российских эмитентов с аналогичными рейтингами. С середины прошлого года спрэды выпуска Северсталь 14 расширились наиболее значительно по сравнению с сопоставимыми обязательствами.

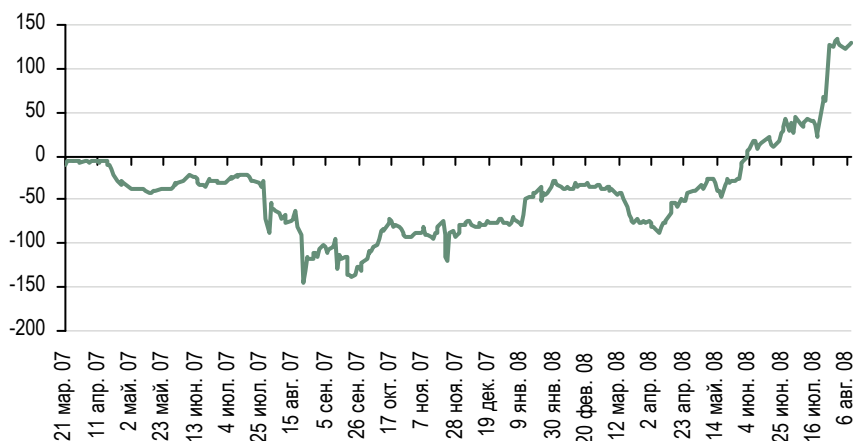
Таблица 5. Корпоративные еврооблигации российских эмитентов с рейтингом BB

Выпуск	Рейтинг эмитента			Доходность			Изменение доходности с 07.2007, б.п..
	S&P	Moody's	Fitch	8.08.2008	1.01.2008	1.07.2007	
Северсталь 14	BB	Ba2	BB	9.66%	7.95%	7.40%	226
Северсталь 13	BB	Ba2	BB	9.74%	—	—	—
Evraz 13	BB-	Ba2	BB	9.41%	—	—	—
НМТП 12	—	Ba1	—	8.76%	7.68%	7.31%	144
ЕвроХим 12	BB	—	BB	8.37%	8.74%	7.70%	67
МТС 12	BB-	Ba2	BB+	8.06%	7.13%	7.14%	92
АЛРОСА 14	BB	Ba2	—	8.26%	7.34%	6.63%	163

Источники: Bloomberg, рейтинговые агентства, оценка Ренессанс Капитала

Еврооблигации Северстали, ранее торговавшиеся с дисконтом относительно некоторых выпусков (например, ЕвроХим 12), сейчас торгуются с премией, хотя фундаментальных изменений в кредитных характеристиках Северстали или ЕвроХима не произошло.

Рисунок 8. Спрэд Северсталь 14 – ЕвроХим 12



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

На наш взгляд, вложения в еврооблигации Северстали и Evraz Group могут принести инвесторам неплохой доход, высокая ставка купона обеспечивает стабильные денежные потоки. Если только эмитенты не будут участвовать в каких-либо масштабных сделках слияний и поглощений, долговые инструменты Северстали и Evraz Group должны демонстрировать динамику лучше рынка.

Приобретение активов

В заключение рассмотрим вопрос, вызывающий особые опасения инвесторов, – ожидаемые новые приобретения. Руководствуясь приведенными ниже соображениями, мы ожидаем, что **EvrAZ Group и Северсталь скорее всего действительно продолжат скупку активов.**

- **Стремление войти в высшую мировую лигу.** Обе компании вынашивают амбициозные планы по превращению в глобальных игроков и перемещению в верхние строчки мировой таблицы о рангах в черной металлургии. Отрасль по-прежнему характеризуется высокой степенью фрагментации, что предполагает значительный потенциал консолидации. Хотя Evraz Group и Северсталь являются относительно крупными группами, они располагаются в середине второго десятка в мировом рейтинге по объему производства, сильно уступая лидеру – компании ArcelorMittal. В последние годы политика Evraz Group и Северстали свидетельствовала об амбициях акционеров компаний, которые видят увеличение масштабов бизнеса путем приобретений.
- **Необходимость найти применение значительным денежным потокам.** Evraz Group и Северсталь генерируют денежные потоки в несколько миллиардов долларов, которые должны быть использованы для расширения бизнеса либо распределены между акционерами. До тех пор, пока акционеры и/или менеджеры видят потенциальные объекты поглощения, которые могли бы принести собственникам больший доход, чем другие возможные варианты инвестиций, компании заинтересованы в покупке новых активов. Более того, ненулевая долговая нагрузка обоснована экономически, поскольку в таком случае снижается средневзвешенная стоимость капитала компании, что создает дополнительную стоимость для акционеров.
- **Углубление вертикальной интеграции и поиск синергии.** За счет приобретений компании могли бы оптимизировать ассортимент выпускаемой продукции и получить дополнительный эффект синергии благодаря развитию вертикальной интеграции в тех регионах, где российским группам не хватает определенных мощностей или ресурсов. Северсталь, к примеру, может быть заинтересована в покупке производителей железной руды и угля в США для обеспечения существующих сталелитейных мощностей.

Хотя мы допускаем, что Северсталь и Evraz Group продолжают покупки, вместе с тем, в настоящее время мы по ряду причин **не предполагаем их участия в разовых крупномасштабных сделках, которые бы негативно отразились на кредитном качестве и рейтингах.**

- **Рациональная финансовая политика.** Evraz Group и Северсталь придерживаются достаточно строгой финансовой политики в отношении долговой нагрузки. Приобретения прошлых лет не приводили к увеличению долговой нагрузки до рискованных уровней. Отношение Чистый долг/EBITDA удерживается на консервативном уровне, который соответствует показателям международных компаний со значительно более высокими рейтингами.

Следует также отметить, что Evraz Group и Северсталь **установили собственные целевые ориентиры по отношению Долг/EBITDA** на гораздо более низком уровне, чем предусмотрено ковенантами по выпускам еврооблигаций. В случае Evraz Group коэффициент финансового левериджа (отношение консолидированного долга к скользящему двенадцатимесячному номинальному показателю EBITDA), согласно ковенантам, не должен превышать 3.0, тогда как сама компания придерживается ограничения в 1.5. У Северстали соответствующие показатели составляют 3.5 и 2.0. Установленные ориентиры, на наш взгляд, более строгие, чем это предполагается текущими рейтингами компаний.

- **Рыночная конъюнктура затрудняет привлечение средств.** Сложная ситуация на рынке долгового капитала естественным образом ограничивает активность компаний-покупателей. По нашей оценке, Evraz Group и Северсталь смогут относительно просто и быстро привлечь USD2-3 млрд новых заимствований, привлечение же больших сумм необеспеченного долга может оказаться затруднительным. Размещение последнего выпуска еврооблигаций Северстали заняло почти месяц и продемонстрировало ограниченность спроса. В случае новых размещений рынок потребует от заемщиков премию к и без того высокой доходности. С точки зрения возможностей заключения крупных сделок с оплатой деньгами Северсталь, денежные средства и депозиты которой на конец первого квартала составляли USD2.7 млрд, имеет больше шансов приобрести дорогие активы с оплатой денежными средствами, чем Evraz Group. По состоянию на конец первого полугодия неиспользованный остаток кредитных лимитов Evraz Group составлял около USD1 млрд, Северстали – USD800 млн.
- **Сверхкрупные сделки, вероятно, будут включать оплату акциями.** В случае участия Evraz Group или Северстали в сверхкрупных сделках наиболее вероятным представляется вариант, предусматривающий оплату акциями, и, таким образом, долговая нагрузка не будет увеличиваться до критических значений. В июне нынешнего года держатель крупного пакета акций Северстали А. Мордашов в интервью агентству Bloomberg сказал, что готов к размыванию своей доли в капитале компании более чем вдвое, если представится возможность совершить выгодное крупное приобретение. Evraz Group проведет дополнительную эмиссию акций приблизительно на USD1 млрд для частичной оплаты покупки украинских металлургических активов группы Приват. В средствах массовой информации недавно появлялись сообщения о возможном слиянии с Индустриальным союзом Донбасса, и в случае успешного завершения переговоров сторон сделка, вероятно, также будет включать оплату акциями.

Таблица 6. Северсталь: крупнейшие приобретения в 2007-2008 гг.

Дата	Компания	Страна	Деятельность	Сумма сделки, USD млн
Январь 2007 г.	Вторчермет	Россия	Переработка лома	45.4
Май 2007 г.	Нева-Металл	Россия	Стивидорная компания	98.7
Июль 2007 г.	Северсталь-Втормет	Россия	Переработка лома	24.9
Октябрь 2007 г.	Нерюнгри-Металлик	Россия	Добыча золота	105
Октябрь 2007 г.	Рудник Апрельково	Россия	Добыча золота	153
Август 2007 г. – январь 2008 г.	Celtic Resources	Казахстан	Золотодобывающие активы	308.6
Март 2008 г.	Technologie Buczek	Польша	Производство труб и другой продукции	23
Июль 2008 г.	WCI Steel	США	Сталелитейный завод	140
Май 2008 г.	Sparrows Point	США	Интегрированный производитель стали	810
Май 2008 г.*	Mano River Resources/ African Iron Ore Group	Западная Африка	Разведка и разработка месторождений золота, алмазов и железной руды	41.5
Август 2008 г.	Esmark	США	Производитель и дистрибьютор стали	775
Август 2008 г.	Redaelli Tecna	Италия	Производство металлопродукции	Не раскрывается, по оценкам EUR50-100 млн
Август 2008 г.	Балажал	Казахстан	Добыча золота	Не раскрывается, по оценкам USD20-30 млн

* Достигнуто соглашение.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 7. Evraz Group: крупнейшие приобретения в 2007-2008 гг.

Дата	Компания	Страна	Деятельность	Сумма сделки, USD млн
Январь 2007 г.	Oregon Steel Mills	США	Производство листовой стали, рельсов, труб	2276
Май-сентябрь 2007 г.	Highveld Steel and Vanadium, 56% акций	ЮАР	Продукция из стали и ванадия	484
Май 2007 г.	Западно-Сибирская ТЭЦ	Россия	Генерация электроэнергии	231
Июнь 2007 г.	Южжубассуголь, 50% акций	Россия	Добыча и переработка угля	871
Октябрь 2007 г.	Palini & Bertoli, 25% минус одна акция	Италия	Сталепрокатный завод	107
Декабрь 2007 г.	Nikom	Чехия	Производство феррованадия	43
2007 г.	Миноритарные пакеты акций дочерних компаний	Россия	Добыча железной руды и производство стали	270
Декабрь 2007 г.	Сталелитейные активы	Украина	Производство железной руды, стали и кокса	1060
Январь 2008 г.	Claymont Steel	США	Производство листовой стали	422
Февраль 2008 г.	Delong Steel, 10% акций	Китай	Интегрированный металлургический комбинат	150
	Опцион на покупку 41.05% акций Delong Steel, ожидается одобрение регулирующих органов	Китай	Интегрированный металлургический комбинат	614
Июнь 2008 г.	Активы IPSCO	Канада	Производство стали и труб	2900
Июль 2008 г.	Межегейское угольное месторождение	Россия	Лицензия на разработку месторождения коксующегося угля	725

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 8. Evraz Group: прогноз финансовых показателей

USD млн, если не указано иное	2006	2007	2008П	2009П	2010П
Выручка	8 292	12 808	23 097	24 254	24 335
Операционные расходы	-4 855	-7 875	-12 222	-13 598	-13 114
Валовая прибыль	3 133	4 933	9 436	9 173	9 691
Валовая рентабельность	37.8%	38.5%	40.9%	37.8%	39.8%
Общие, коммерческие и административные расходы	732	1 220	1 731	2 265	2 447
EBITDA	2 652	4 254	8 595	7 851	8 243
Рентабельность EBITDA	32.0%	33.2%	36.6%	31.9%	33.4%
Прибыль до налогов	2 097	3 201	7 913	7 356	7 630
Налоги	-638	-984	-2 374	-2 207	-2 289
Прибыль после налогов	1 459	2 217	5 539	5 149	5 341
Доля меньшинства	-74	-73	-91	-85	-88
Чистая прибыль	1 385	2 144	5 440	5 052	5 234

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Таблица 9. Северсталь: прогноз финансовых показателей

USD млн, если не указано иное	2006	2007	2008П	2009П	2010П
Выручка	12 424	15 245	23 755	25 767	26 858
Операционные расходы	-8 943	-10 999	-17 593	-19 042	-21 022
Валовая прибыль	3 479	4 246	6 162	6 724	5 836
Валовая рентабельность	28.0%	27.8%	25.9%	26.1%	21.7%
Общие, коммерческие и административные расходы	-651	-691	-684	-677	-671
EBITDA	2 973	3 223	5 370	6 068	5 360
Рентабельность EBITDA	23.9%	21.1%	22.6%	23.5%	20.0%
Прибыль до налогов	1 749	2 197	4 234	4 792	3 951
Налоги	-544	-681	-1 016	-1 150	-948
Прибыль после налогов	1 227	1 516	3 218	3 642	3 003
Доля меньшинства	51	37	79	89	74
Чистая прибыль	1 177	1 478	3 139	3 552	3 077

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи 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

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
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

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

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

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

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

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

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

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

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

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

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozдина@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 Казбег
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@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 Скля

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

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

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

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
Максим Раскоснов
Андрей Марков

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

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