

Severstal Columbus  
Наши в Америке

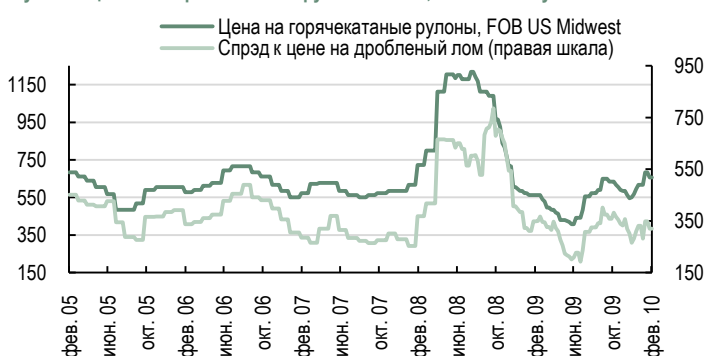
- Новое размещение, привлекательная доходность.** По информации агентства Bloomberg, компания Severstal Columbus LLC, одно из производственных подразделений ОАО «Северсталь» в Северной Америке, восьмого февраля закрыла книгу заявок на секьюритизированные еврооблигации (срок обращения 8 лет, ставка купона 10.25%) по цене 98% от номинала. Это соответствует доходности к погашению на уровне 10.625%, или премии в 748 б. п. к кривой доходности КО США. Более короткие еврооблигации Северсталь 14, выпущенные материнской компанией, в настоящее время торгуются с доходностью 8.2%. Семи-десятилетние CDS на AK Steel (которую мы рассматриваем как наиболее близкую сопоставимую компанию в США с точки зрения финансового состояния) сейчас составляют около 550-560 б. п.; исходя из этого, облигации Severstal Columbus представляются нам недооцененными. Хотя новый выпуск не имеет гарантии Северстали, а собственное кредитное качество Severstal Columbus значительно ниже, мы считаем этот инструмент привлекательным и рекомендуем его к покупке на вторичном рынке.
- Устойчивость бизнеса пока не доказана.** Severstal Columbus представляет собой электросталеплавильное производство, в настоящее время его годовая мощность составляет 1.7 млн тонн стали, 3.4 млн тонн горячекатаного листа, 1.3 млн тонн холоднокатаного листа и 500 тыс. тонн оцинкованного листа. Завод был введен в эксплуатацию в августе 2007 г.; проект строительства второй очереди предполагает увеличение мощностей по производству стали до 3.4 млн тонн в год. Пока Severstal Columbus остается убыточной на уровне EBITDA: в 2008 г. убыток по EBITDA составил USD10 млн, а за девять месяцев 2009 г. – USD41 млн. Средняя себестоимость производства на тонну продукции в январе-сентябре прошлого года была почти на USD100 выше цены реализации. Однако по итогам девяти месяцев 2008 г. компания получила положительную EBITDA в размере USD82 млн за счет благоприятной рыночной конъюнктуры. На наш взгляд, нынешняя позитивная динамика цен на плоский прокат в США и расширение спреда между ценой на сталь и лом должны оказать поддержку рентабельности Severstal Columbus. Тем не менее, способность компании достичь в 2010 г. безубыточности на уровне операционной прибыли остается под вопросом.
- Важнейший фактор – поддержка материнской компании.** Производственная деятельность Severstal Columbus и реализация части инвестиционных проектов финансировались за счет кредитов дивизиона Северсталь Северная Америка и ОАО «Северсталь». В декабре 2009 г. и январе 2010 г. субординированные кредиты на USD1 030 млн были конвертированы в собственный капитал Severstal Columbus; в случае отражения этой операции в балансовом отчете на 30 сентября 2009 г. капитал компании увеличился бы с -USD390 млн до USD661 млн. Согласно проспекту еврооблигаций, капиталовложения в строительство второй очереди производства в объеме USD300 млн будут финансироваться главным образом из субординированных кредитов и/или вливаний акционерного капитала от ОАО «Северсталь» и дочерних структур. Кроме того, Severstal Columbus как 100%-ная «дочка» Severstal US Holding LLC (Северсталь Северная Америка) входит в положения о кросс-дефолте, предусмотренные в соглашениях о заимствованиях Северстали, включая еврооблигации.
- Основной риск – смена собственника, но условия выпуска облигаций его минимизируют.** Главным риском для держателей еврооблигаций, с нашей точки зрения, является возможная продажа Severstal Columbus. При таком развитии событий будут потеряны преимущества потенциальной поддержки эмитента со стороны материнской структуры и положений о кросс-дефолте. Структура выпуска предусматривает выкуп по цене 101% от номинала в случае смены контроля, и может оказаться (впрочем, мы считаем такую ситуацию маловероятной), что кредитный профиль покупателя будет слабее и Severstal Columbus не сможет исполнить оферту. Тем не менее, поскольку еврооблигации являются обеспеченными, кредиторы также получают преимущества благодаря залого. Обеспечение включает почти все активы Severstal Columbus, за исключением денежных средств, дебиторской задолженности и запасов, которые будут использованы в качестве залога по возобновляемой кредитной линии объемом USD150 млн. Учитывая, что Severstal Columbus (за рядом исключений) будет не в состоянии привлечь новый долг, пока отношение EBITDA к процентным расходам составляет менее 2, мы считаем весьма вероятным, что в конечном итоге облигации будут обеспечены всеми мощностями компании (3.4 млн тонн в год). Для сравнения, стоимость компании (EV) Nucor оценивается в USD520 на тонну мощности, следовательно, стоимость мощностей Severstal Columbus, используемых в качестве обеспечения (по нашим оценкам, USD1.8 млрд после строительства второй очереди производства, исходя из показателя USD520 на тонну мощности), в достаточной мере покрывает выпуск облигаций.

Таблица 1. Severstal Columbus: основные финансовые показатели

USD млн, если не указано иное	2008	9 мес. 2008	9 мес. 2009
Чистая выручка	1 062	908	522
Себестоимость реализации	-1 109	-855	-620
Валовая прибыль	-47	53	-98
Операционная прибыль (убыток)	-108	8	-116
Чистый убыток	-215	-72	-218
Объем поставок, тыс. тонн	1 290.0	1 092.8	1 012.1

Источник: данные компании

Рисунок 1. Цены на горячекатаные рулоны и лом, USD за тонну



Источники: Steel Business Briefing, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих.

# Ренессанс Капитал

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

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 макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

### Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

### Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

### Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Ленвальская

### Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MALexeenkova@rencap.com

### Электротехника + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

### Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Илья Жила

### Рынок Средней Азии + 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Tatyana Kalacheva

### Рынок Украины + 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.