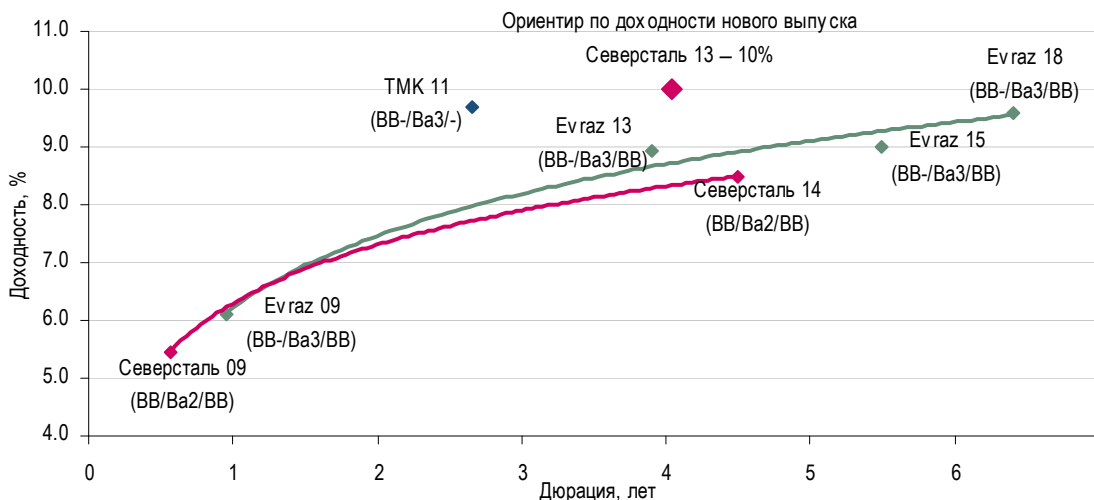


Пятилетние еврооблигации Северстали

Новая возможность на первичном рынке

- Российские компании продолжают пользоваться улучшением настроений на долговом рынке, предлагая инвесторам новые валютные обязательства. Вслед за размещением трехлетних бумаг ТМК (BB-/Ba3) на прошлой неделе (ставка купона 10.0%, объем выпуска USD400 млн, текущие котировки 100.626-100.75) компания Северсталь (Ba2/BB) 21 июля объявила ориентир по доходности новых пятилетних еврооблигаций, номинированных в долларах, на уровне около 10.0%. Мы считаем предварительный ориентир привлекательным по сравнению с находящимся в обращении выпуском Северсталь 14 (текущая доходность 8.41-8.91%); относительно выпуска Evraz 13 (8.83-9.13%) премия составляет почти 100 б. п. По нашему мнению, при существующей волатильности на рынке оптимальной является стратегия покупки долговых обязательств при первичных размещениях, где предлагаются значительные премии к доходности вторичного рынка. Таким образом, мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе. Мы ожидаем, что портфель заявок будет заполнен достаточно быстро, при этом доходность может быть снижена до 9.75%. Однако даже на этом уровне мы считаем новые еврооблигации Северстали привлекательными; выпуск имеет потенциал сужения спреда еще на 25-50 б. п.
- Более активные приобретения.** За последний год Северсталь активизировала свою деятельность по слияниям и поглощениям, купив последовательно компании Sparrows Point (май 2008 г., USD800 млн) и WCI Steel (сделка закрыта в начале июля 2008 г., общая стоимость (EV) USD370 млн); в настоящий момент компания готовится к покупке Esmark Corporation за USD1.25 млрд. Кроме того, Северсталь приобрела золотодобывающие активы и сделала ряд менее крупных покупок в сегментах сырья и метизов. Согласно проспекту нового выпуска еврооблигаций, компания может сделать предложение о покупке угольных активов в США уже в этом месяце.
- Масштабная инвестиционная программа.** Северстали необходимы средства для финансирования амбициозной программы капиталовложений, запланированной в размере USD16.3 млрд на 2008-2012 гг., или USD3.3 млрд в год. По нашим оценкам, чистый операционный денежный поток компании после выплаты дивидендов за этот год будет недостаточным для финансирования инвестиций в полном объеме, и она будет вынуждена привлекать для этой цели заемные средства.
- Хороший год для сталелитейных компаний.** Благодаря повышательной динамике цен на готовую продукцию 2008 год будет успешным для российских производителей стали, особенно для тех из них, кто самостоятельно обеспечивает свои потребности в сырье и материалах. Если Северсталь не будет совершать новых приобретений, на конец года коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА, по нашим расчетам, окажется выше, чем в 2007 г. (0.4), но останется на достаточно низком уровне 1. Принимая во внимание, что компания по-прежнему имеет существенные возможности для увеличения долга, мы полагаем, что она может продолжить покупки активов.
- Вечный вопрос: Evraz Group или Северсталь?** В настоящее время Северсталь имеет более благоприятные кредитные показатели: ее коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА за 2007 г. составляет 0.4 против 1.5 у Evraz Group. С другой стороны, на результатах Северстали негативно отражаются убытки североамериканского подразделения, тогда как Evraz Group имеет более высокую рентабельность ЕБИТДА – 33.6% против 24% в 2007 г. Как мы уже писали, мы считаем, что компании имеют примерно одинаковую кредитоспособность, и их облигации должны торговаться с сопоставимой доходностью. Премия еврооблигаций Evraz Group к бумагам Северстали объясняется скорее недавним размещением обязательств Evraz Group, и с выходом на рынок нового выпуска Северсталь 13 спред между облигациями компаний должен сузиться.

Рисунок 1. Новые еврооблигации Северстали – привлекательная инвестиционная возможность



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

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
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 Лядская

Металлургия

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

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
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсиана

Сектор недвижимости

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

Телекоммуникации

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

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

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 Скляч

Экономика и политика

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

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин 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
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Лорен Мэнди

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

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

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

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

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