

### Группа Евраз.

На этой неделе, 22 октября, состоится размещение 2 пятилетних выпусков облигаций Сибметинвест (входит в Группу Евраз) серии 01 и 02 объемом каждого 10 млрд руб.

Ильин Илья  
ilin\_io@nomos.ru

### Структура займа:

ООО «Сибметинвест» – 100%–ная дочерняя компания Evraz, зарегистрированная в России финансовая холдинговая компания, которая не ведет собственной операционной деятельности.

**Evraz Group S. A.** (Люксембург) – головная компания, которой принадлежат основные активы Группы. В свою очередь около 72% акций Evraz Group владеет компания Lanebrook. Ее бенефициарами являются инвесткомпания Millhouse, а также Александр Абрамов и Александр Фролов. GDP компании торгуются на Лондонской бирже.

Для обеспечения дополнительной ликвидности облигаций Сибметинвест, обоим выпускам агентство S&P присвоило рейтинг на уровне Evraz – «В+». По всей видимости, рейтинг получен для того, чтобы долговые бумаги могли войти в Ломбардный список ЦБ.

На наш взгляд, структура выпуска довольно слабо учитывает интересы потенциальных покупателей, поскольку эмитент SPV–компания, а поручитель – компания, зарегистрированная за рубежом. В случае возникновения каких–либо претензий, держателям рублевых облигаций будет достаточно проблематично добиться реализации своих прав.

Тем не менее, поскольку Evraz Group S. A. владеет и контролирует все активы Группы, для оценки привлекательности покупки облигаций мы будем оценивать профиль всего Холдинга Евраз.

Текущее положение Евраз, во многом обусловлено повышенной активностью в сегменте сделок M&A, поэтому остановимся на них поподробнее.

### Крупнейшие сделки Евраз и их финансирование:

1. В ноябре 2006 года Евраз объявил о намерении купить американскую сталелитейную компанию **Oregon Steel Mills** за 2,3 млрд долл. Сделка была завершена в 2007 году. Под финансирование сделки был привлечен годовой синдицированный кредит на 1,8 млрд долл. под LIBOR+1,1% с возможностью пролонгации на 6 месяцев.
2. В июне 2007 года Евраз объявил о завершении сделки по покупке 50% акций **ОАО «Южжзбассуголь»**, условия сделки не раскрывались (оценка в СМИ– 865 млн долл.).
3. В ноябре 2007 года Группа подписала соглашение о привлечении синдицированного кредита на сумму 3,2 млрд долл. по ставке LIBOR+1,8%. Кредит был выделен двумя траншами: пятилетним обеспеченным торговой выручки на 2,7 млрд долл. и трехлетним необеспеченным на 500 млн долл. Часть привлеченных ресурсов Компания направила на рефинансирование ранее привлеченного кредита – 1,8 млрд долл.
4. В конце 2007 года Компания подписала соглашение о покупке американской компании по производству проката **Claymont Steel** за 565 млн долл. В этот же период Евраз объявил о приобретении активов украинской Группы «Приват», заплатив деньгами оценочно порядка 1 млрд долл. (сделка завершена в апреле 2008 года).

| Параметры облигационного займа |                    |
|--------------------------------|--------------------|
| Евраз 01, 02                   |                    |
| Эмитент                        | ООО "Сибметинвест" |
| Поручители                     | Evraz Group S.A.   |
| Выпуск                         | Серия 01 и 02      |
| Дата размещения                | 22.10.2009         |
| Объем кажд. выпуска            | 10 млрд руб.       |
| Купонный период                | 2 раза в год       |
| Ставка купона                  | 13-14%             |
| Оферта                         | через 5 лет        |
| Срок обращения                 | 10 лет             |

Источник: данные Компании

| Рейтинги Евраз |                |             |
|----------------|----------------|-------------|
| агентство      | рейтинг        | дата пересм |
| S&P            | B+/Негативный/ | 09.09.2009  |
| Fitch          | B+/Негативный/ | 15.09.2009  |
| Moody's        | B1/Негативный/ | 28.09.2009  |

Источник: Sbonds, данные Компании

5. Весной 2008 года Евраз и ТМК совместно приобрели канадскую металлургическую компанию **IPSCO** за 4 млрд долл. Чистые затраты Холдинга составили 2,8 млрд долл., часть активов была продана ТМК за 1,7 млрд долл. (0,5 млрд долл. было перечислено в 2009 году). Изначально для финансирования этой сделки Евраз предполагал привлечь очередной бридж-кредит, но позднее предпочел разместить два выпуска еврооблигаций общим объемом 1,6 млрд долл. с погашением в 2013 (1,05 млрд долл.) и 2018 (0,55 млрд долл.) гг.
6. В августе 2008 года Евраз объявил о закрытии сделки по привлечению пятилетнего револьверного кредита на 550 млн долл. и пятилетнего кредита на 175 млн долл. для североамериканской дочерней компании Evraz Inc. NA. Ставки по кредитам составили соответственно LIBOR+2,5% и LIBOR+3,25%. Ресурсы предполагалось направить на рефинансирование текущей задолженности.

В результате перечисленных сделок общий долг Евраза на конец сентября 2008 года составлял около 10,24 млрд долл. Из него краткосрочный — 4,14 млрд долл., в том числе 2,2 млрд долл. Компания должна была погасить до конца прошлого года. В условиях кризиса кредитного рынка, Группа в ноябре–декабре прошлого года в экстренном порядке привлекла кредиты от ВЭБа на 1,8 млрд долл. Кроме того, Банк ВТБ предоставил годовую линию на 10 млрд руб.

## Текущее состояние Евраза:

К настоящему моменту озвучены финансовые итоги за 1 полугодие, а также производственные показатели за 9 месяцев 2009 года:

Производственные результаты 3 квартала демонстрируют постепенное восстановление спроса на продукцию Холдинга, выпуск стали относительно предыдущего квартала вырос на 24,6% до 4,24 тыс тонн., что соответствует 81% загрузке мощностей.

| млн долл.  |        | Группа Евраз |        |            |        |                    |
|--|--------|--------------|--------|------------|--------|--------------------|
| отчетный период                                  | 2007   | 2008         | 1п2008 | 1 кв.2009* | 1п2009 | изм<br>2009/2008,% |
| <b>Основные финансовые показатели</b>            |        |              |        |            |        |                    |
| Активы   | 18 637 | 19 448       | 24 234 | -          | 23 115 | -4.6%              |
| Капитал  | 6 356  | 4 974        | 7 607  | -          | 9 884  | 29.9%              |
| Финансовый долг                                  | 6 211  | 9 986        | 10 215 | 9 041      | 8 482  | -17.0%             |
| Чистый долг                                      | 5 884  | 9 056        | 9 327  | 8 186      | 7 804  | -16.3%             |
| Краткосрочный долг                               | 2 103  | 3 922        | 3 847  | 3 775      | 3 937  | 2.3%               |
| Ден. средства                                    | 327    | 930          | 888    | 855        | 678    | -23.6%             |
| Выручка  | 12 627 | 19 990       | 10 723 | 2 413      | 4 639  | -56.7%             |
| ЕБИТДА   | 4 305  | 6 323        | 3 706  | 305        | 468    | -87.4%             |
| Чистая прибыль                                   | 2 179  | 1 930        | 2 039  | -          | -999   | -                  |
| <b>Показатели эффективности и покрытия долга</b> |        |              |        |            |        |                    |
| Чист. долг/активы                                | 0.32   | 0.47         | 0.38   | -          | 0.34   | -                  |
| Чист. долг/ЕБИТДА                                | 1.37   | 1.43         | 2.52   | 6.71       | 8.34   | -                  |
| Краткоср. долг/фин. долг                         | 0.34   | 0.39         | 0.38   | 0.42       | 0.46   | -                  |
| Рентабельность ЕБИТДА                            | 34.1%  | 31.6%        | 34.6%  | 12.6%      | 10.1%  | -                  |
| Рентабельность ЧП                                | 17.3%  | 9.7%         | 19.0%  | -          | -21.5% | -                  |

\* показатели были раскрыты частично

По сравнению со 2 кварталом практически по всем видам продукции отмечается интенсивное наращивание производства, особенно в России

| Производственные результаты за 3 квартал 2009 года |         |         |         |                       |
|--|---------|---------|---------|-----------------------|
| тыс. тонн  | 3кв2008 | 2кв2009 | 3кв2009 | изм 2кв09/<br>3кв09,% |
| Выпуск стали                                       | 4 886   | 3 403   | 4 239   | 24.6%                 |
| Полуфабрикаты                                      | 1 282   | 1 197   | 1 435   | 19.9%                 |
| Строит. прокат                                     | 1 318   | 959     | 1 208   | 26.0%                 |
| Ж/д продукция                                      | 688     | 406     | 342     | -15.8%                |
| Плоский прокат                                     | 769     | 408     | 589     | 44.4%                 |

Источник: данные Компании

и Европе, при небольшом росте цен в пределах 5–15%.

По итогам 6 месяцев 2009 года относительно аналогичного периода прошлого года выручка Холдинга на 56,7% до 4,64 млрд долл., EBITDA на 87,4% до 468 млн долл. Таким образом, EBITDA margin снизилась с 35% до 10%. Негативная динамика показателей обусловлена падением цен на сталь и низким уровнем загрузки мощностей.

Чистый убыток составил 999 млн долл. Отрицательный результат носит «бумажный» характер и по большей части связан с переоценкой ранее приобретенных активов (–833 млн долл.).

В целом, исходя из приведенных выше производственных итогов, в 3 квартале можно ожидать роста квартальной выручки на уровне 15–20%.

Среди положительных, с точки зрения кредитного качества, моментов полугодовой отчетности отметим заметное сокращение финансового долга – с 10,2 млрд до 8,4 млрд долл.

По заявлениям руководства, опубликованным в СМИ, до конца года Компания должна погасить около 300 млн долл. Помимо этого, Евраз ведет переговоры о пролонгации линии от ВТБ.

Предполагаемый объем выплат в 2010 году составляет 2 млрд долл. с достаточно равномерным графиком по кварталам и поэтому, вполне может быть покрыт за счет текущих денежных потоков.

Основным негативным моментом профиля Евраз является неизбежное нарушение ковенант по итогам 2009 года. Основной пункт, тестируемый на основе полугодовой отчетности, – показатель Чистый долг/EBITDA, который не должен превысить 3х. Очевидно, что с учетом текущих денежных поступлений, даже при стабильном восстановлении спроса, годовой EBITDA едва ли достигнет необходимых 2–2,5 млрд долл.

Как мы предполагаем, такое условие установлено и ко всем выпускам еврообондов, и, возможно, по синдицированным кредитам. В этом случае вероятный объем обязательств, предъявленных в связи с нарушением ковенант может составить порядка 7 млрд долл. Руководство Евраз сообщает, что переговоры по изменению ковенант находятся в активной фазе, и до конца года предполагается их окончательное завершение.

Подводя итог, отметим, что в целом мы оцениваем риски рефинансирования Евраз, как невысокие. Исходя из «опыта» Мечела, можно предположить, что Евраз добьется определенных послаблений со стороны кредиторов. При этом средства рублевых облигационных займов, вероятно, будут направлены на частичный выкуп еврооблигаций у несогласных с условиями Группы.

| Структура выручки     |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| по видам деятельности |        |        |        |
| млн долл.             | 1п2008 | 1п2009 | изм,%  |
| Металлургический      | 9 235  | 4 291  | -53.5% |
| Горнодобывающий       | 2 012  | 652    | -67.6% |
| Ванадий               | 740    | 138    | -81.4% |
| по рынкам сбыта       |        |        |        |
| Россия                | 4 280  | 1 304  | -69.5% |
| США                   | 1 765  | 1 354  | -23.3% |
| Азия                  | 1 911  | 1 075  | -43.7% |
| Европа                | 1 543  | 507    | -67.1% |
| СНГ                   | 783    | 245    | -68.7% |
| Африка                | 406    | 138    | -66.0% |
| Др.                   | 35     | 16     | -54.3% |
| Всего                 | 10 723 | 4 639  |        |

Источник: данные Компании

| Текущие кредитные обязательства Группы Евраз* |        |                  |           |
|---|--------|------------------|-----------|
| Обязательство                                 | валюта | сумма, млн долл. | погашение |
| Синдицированный кредит                        | USD    | 2 700            | ноя.12    |
| Синдицированный кредит                        | USD    | 500              | ноя.10    |
| Револьверный кредит                           | USD    | 765              | 1кв.12    |
| Evraz Group-03                                | USD    | 750              | ноя.15    |
| Evraz Group-04                                | USD    | 1 050            | ноя.13    |
| Evraz Group-05                                | USD    | 550              | ноя.18    |
| Evraz Group-06                                | USD    | 650              | ноя.14    |
| ВТБ   | руб.   | 333              | ноя.09    |
| прочие кредиты и займы                        |        | 1 184            | -         |
| Совокупный долг                               |        | 8 482            |           |

\*Обозначим, что данные носят приближенные значения, поскольку детальной структуры портфеля не раскрывается, и к тому же привлеченные синдицированные займы имеют амортизационную структуру погашения.

# «Сибметинвест при поручительстве Evraz Group S. A.» ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

4

## Позиционирование

| Сводная таблица по крупнейшим металлургам        |            |        |        |        |        |          |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| млн долл.  | Северсталь |        | Евраз  |        | Мечел  |          |
| отчетный период                                  | 2008       | 1п2009 | 2008   | 1п2009 | 2008   | 1кв 2009 |
| <b>Основные финансовые показатели</b>            |            |        |        |        |        |          |
| Активы   | 22 480     | 19 529 | 19 448 | 23 115 | 12 009 | 11 128   |
| Капитал  | 9 554      | 8 239  | 4 974  | 9 884  | 4 030  | 3 142    |
| Финансовый долг                                  | 8 255      | 7 524  | 9 986  | 8 482  | 5 346  | 5 856    |
| Чистый долг                                      | 4 783      | 4 930  | 9 056  | 7 804  | 5 092  | 4 903    |
| Краткосрочный долг                               | 1 900      | 1 157  | 3 922  | 3 937  | 5 149  | 4 744    |
| Ден. средства                                    | 3 472      | 2 580  | 930    | 678    | 254    | 953      |
| Выручка  | 22 138     | 5 572  | 19 990 | 4 639  | 9 950  | 1 179    |
| ЕБИТДА*  | 5 366      | -161   | 6 323  | 468    | 2 041  | -474     |
| Чистая прибыль                                   | 2 034      | -989   | 1 930  | -999   | 1 141  | -691     |
| <b>Показатели эффективности и покрытия долга</b> |            |        |        |        |        |          |
| Чист. долг/активы                                | 0.21       | 0.25   | 0.47   | 0.34   | 0.42   | 0.44     |
| Чист. долг/ЕБИТДА                                | 0.89       | отр.   | 1.43   | 8.34   | 2.49   | отр.     |
| Краткоср. долг/фин. долг                         | 0.23       | 0.15   | 0.39   | 0.46   | 0.96   | 0.81     |
| Рентабельность ЕБИТДА                            | 24.2%      | отр.   | 31.6%  | 10.1%  | 20.5%  | отр.     |
| Рентабельность ЧП                                | 9.2%       | отр.   | 9.7%   | отр.   | 11.5%  | отр.     |

Ближайшими аналогами облигаций Евраза нам представляются недавно размещенный выпуск Северсталь БО-1, торгующийся сейчас с доходностью к оферте через 2 года 11,9% и совсем «свежий» Мечел-05, доходность которого сложилась на уровне 13,1% (первоначальный ориентир 16,4–17,6%) при 3-летней оферте.

С точки зрения масштабов и направлений бизнеса Холдингу ближе профиль Северстали, которая, также как и Евраз, находится в процессе переговоров с кредиторами. При этом у Северстали несколько лучшая позиция с ликвидностью – согласно полугодовой отчетности при сопоставимом уровне долга Группа имела на балансе около 2,5 млрд долл. денежных средств, против 468 млн долл. у Евраза.

С учетом несколько худшего кредитного профиля, сравнительно слабой структуры займа, большей дюрации и объема предложения по выпуску, а также премии к первичному рынку, сложившаяся в процессе book-buildinga ставка купона 13,5% (УТР 13,95%), на наш взгляд, вполне соответствует справедливому уровню цены за текущие риски Евраза.

# Контакты

|   |   |                        |
|---|---|------------------------|
| <b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>   | 109240, Москва, ул. Верхняя<br>Радищевская, д.2/1 стр.5 |                        |
| <b>Старший Вице-президент</b>   | Пивков Роман / ext. 4120<br>(495) 797-32-48             | pivkov_rv@nomos.ru     |
| <b>Департамент долговых инструментов</b>                              | (495) 797-32-48   | ib@nomos.ru            |
| <b>Директор департамента</b>  | Голованов Валерий / ext.4424                            | golovanov_vn@nomos.ru  |
|   | Цвеляк Евгений / ext. 3581                              | tsvelyak_ea@nomos.ru   |
|   | Турик Анна / ext. 3575                                  | turik_aa@nomos.ru      |
|   | Петров Алексей / ext. 4581                              | petrov_av@nomos.ru     |
| <b>Аналитика</b>  | (495) 797-32-48   | research@nomos.ru      |
|   | Голубев Игорь / ext. 4580                               | igolubev@nomos.ru      |
|   | Ефремова Ольга / ext. 3577                              | efremova_ov@nomos.ru   |
|   | Ильин Илья / ext. 4426                                  | ilin_io@nomos.ru       |
|   | Полюттов Александр / ext. 4428                          | polyutov_av@nomos.ru   |
|   | Федоткова Елена / ext. 4425                             | fedotkova_ev@nomos.ru  |
| <b>Департамент операций на финансовых рынках</b>                      | (495) 797-32-48   |                        |
| <b>Директор департамента</b>  | Третьяков Алексей / ext. 3120                           | tretyakov_av@nomos.ru  |
| Заместитель начальника управления<br>диллинговых операций             | Попов Роман / ext. 4671                                 | popov_ry@nomos.ru      |
| Руководитель группы портфельных менеджеров                            | Орлянский Андрей / ext. 4673                            | orlyanskiy_av@nomos.ru |
| <b>Департамент брокерского обслуживания и<br/>управления активами</b> | (495) 797-32-48   |                        |
| Заместитель директора департамента                                    | Гильманов Марат / ext. 3141                             | gilmanov_mr@nomos.ru   |
| Начальник отдела поддержки клиентов                                   | Сотникова Евгения / ext. 4132                           | sotnikova_ea@nomos.ru  |

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.