

ЕВРАЗ: первые плоды новой стратегии

22 сентября 2014



Для черной металлургии прошедшие два года оказались крайне тяжелыми: цены на стальную продукцию стабильно снижались, металлургическое сырье достигло минимальных ценовых уровней. Производители столкнулись с трудной задачей оптимизации активов, сокращением издержек и расходов на обслуживание долга.

Сегодня мы начинаем отмечать результаты данных усилий у большинства производителей, и наиболее заметно это у таких широко диверсифицированных холдингов с относительно высокой долговой нагрузкой, как ЕВРАЗ.

На наш взгляд, рынок по-прежнему не учитывает работы над повышением эффективности бизнеса, которую проделал ЕВРАЗ, а также признаков улучшения на ключевых для компании рынках. 2014 год может стать переломным для ЕВРАЗа, заложив основу нового восходящего тренда.

Мы перезапускаем аналитическое покрытие акций ЕВРАЗа. С учетом актуальных рисков и перспектив восстановления рынков стальной продукции и угля, оцениваем справедливую стоимость компании на конец года в **151 Gbp** за акцию. Потенциал роста – 15%. По нашим оценкам, в бумагах компании начинает формироваться долгосрочный восходящий тренд. Рекомендуем **ПОКУПАТЬ** бумаги.

Инвестиционные факторы

- ✓ На ряде приоритетных рынков намечается восстановление спроса;
- ✓ Российский рынок стал дефицитным из-за ухода украинских производителей;
- ✓ Благодаря оптимизации активов ЕВРАЗ может выйти на комфортные показатели долговой нагрузки уже по итогам этого года;
- ✓ Позитивная динамика структуры продаж со смещением в пользу более маржинального сегмента;
- ✓ Пик инвестиционного цикла пройден;
- ✓ Компания движется в сторону увеличения интеграции и самообеспечения сырьем.

Факторы риска

- * Невысокая ликвидность бумаг и их труднодоступность для российского инвестора;
- * Цены на сырье в Китае достигли исторического минимума, что создает риски для сталепроизводителей в развитых странах;
- * «Распадская» в большинстве своем остается проблемным активом;
- * Активы группы на Украине и в США остаются источником риска;
- * Западные санкции могут оказать негативное влияние на деятельность компании на зарубежных рынках, если ситуация и дальше будет развиваться в неблагоприятном ключе;
- * Регулятивные риски по-прежнему актуальны.

ПОКУПАТЬ

	АО
Тикер	EVR LN
Целевая цена, Gbp	151
Текущая цена, Gbp	131
Потенциал роста	15,3%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн USD	3 197
Количество АО, млн. шт.	1 507
Количество АП, млн. шт.	-
Free float акций	19,2%
Чистый долг, млн USD	6 095
Чистый долг/EBITDA	3,15

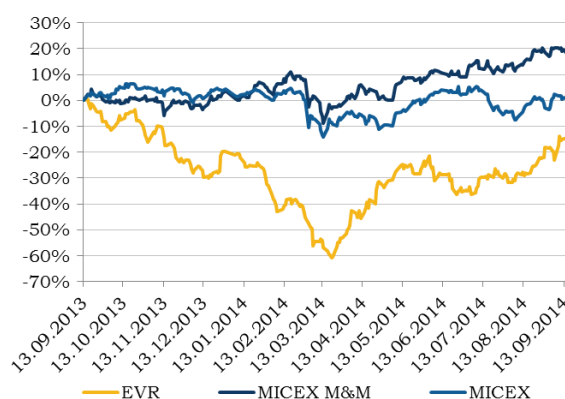
Финансовые показатели

	2013	2014F	2015F
Выручка, млн USD	14 411	13 491	14 470
EBITDA, млн USD	1 821	1 937	2 234
Рентабельность EBITDA, %	12,6%	14,4%	15,4%
Чистая прибыль, млн USD	-572	-262	54
Чистая рентабельность	-4,0%	-1,9%	0,4%

Основные коэффициенты

	2013	2014F	2015F
EV/EBITDA	5,1	4,8	4,2
P/S	0,2	0,2	0,2
P/E	-5,6	-12,2	58,9

Относительная динамика торгов



Ожидания по рынкам металлургического сырья и стальной продукции уже в начале года были достаточно консервативными, а после слабого I квартала надежды на восстановление, казалось, совсем иссякли.

Основным потребителем сырья и по совместительству локомотивом мировой экономики по-прежнему является Китай. В 2013 году сырьевые котировки во многом подорвали именно опасения замедления китайской экономики, которое, пусть и точно, но начало себя проявлять. Китайцы целенаправленно «охлаждают» перегретые, на их взгляд, сектора, в том числе рынок недвижимости и финансовый сектор, что негативно сказывается на целом каскаде рынков, включая металлургическую продукцию и сырье.

Параллельно Китай продолжает наращивать собственное производство и обработку стали, добывать руду и активно играть на понижение на товарных биржах. В результате давление со стороны Китая ощущается так или иначе на всех рынках (в особенности это касается сырья).

В середине года цены на железную руду и коксующийся уголь достигли многолетних минимумов преимущественно из-за тенденций, происходящих в Китае. На китайских биржах обвалились и цены на сталь, в особенности на сортовой прокат. Однако не все рынки поддержали эту тенденцию.

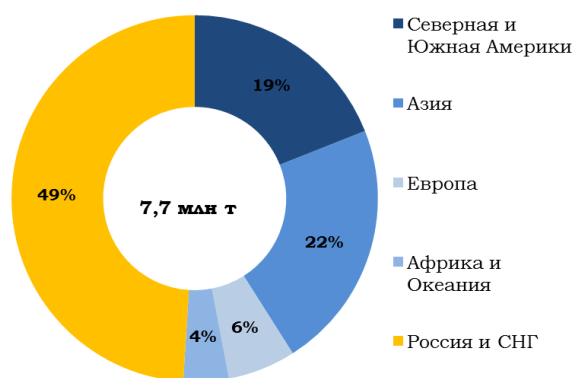
В США и Англии намечается постепенное увеличение спроса на фоне ускорения экономического роста и оживления на рынке недвижимости. Дальнейшее обострение российско-американских отношений может значительно затруднить жизнь российским компаниям, имеющим активы в США, но пока ситуация остается под контролем.

Европейские рынки относительно стабильны. Дестабилизирующее воздействие Украины и, возможно, негативные последствия санкций против России пока компенсируются уходом с рынка украинских поставщиков, а также ожиданиями масштабного количественного смягчения от ЕЦБ. Несмотря на то, что экономический рост в еврозоне вновь оказался под вопросом, мы возлагаем большие надежды на анонсированные программы выкупа активов.

В России внутренний спрос также остается относительно стабильным; в отдельных отраслях наблюдается положительная динамика (строительство, рельсовая продукция, трубы большого диаметра и OCTG), что связано с запуском крупных инфраструктурных проектов, а также с уходом украинских поставщиков, которые занимали существенную долю на российском рынке. Это стимулировало рост цен на отдельные виды металлопродукции и обеспечило российским металлургам сильные результаты по итогам II квартала 2014 года.

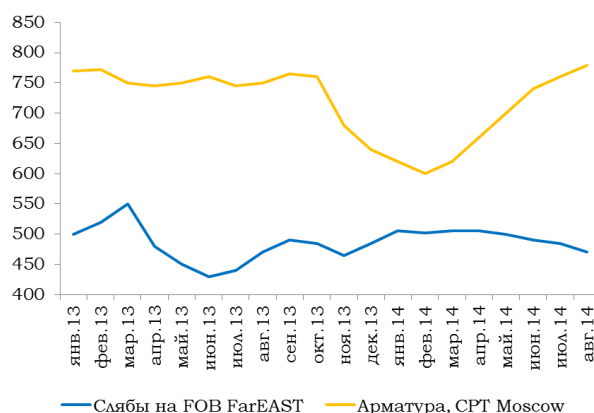
Мы ожидаем, что озвученные тенденции сохранятся во II полугодии текущего года и получат дальнейшее развитие в 2015 году. В Китае спрос постепенно будет восстанавливаться за счет реализации инфраструктурных проектов, что также в свою очередь должно стимулировать восстановление цен.

Структура отгрузки продукции ЕВРАЗ по регионам, %



Источник: данные компании

Динамика цен на стальные полуфабрикаты и строительный прокат в России, USD/т



Источник: данные компании

Динамика цен на стальной прокат в США и Китае



Источник: Bloomberg



Стратегия

Внешнеэкономический фон ощутимо ухудшился за последний год, несмотря на то, что ситуация на ключевых для компании рынках выглядит достаточно стабильной и имеющей перспективы улучшения. В новых реалиях большинство металлургических компаний предпочли переключиться на более консервативную стратегию, ставящую на первое место минимизацию рисков и финансовую устойчивость бизнеса.

ЕВРАЗ от масштабных покупок отказался еще два года назад, пообещав сосредоточиться на органическом росте и серьезно сократив затраты на приобретение. С тех пор единственным приобретением компании было увеличение доли в «Распадской» (в 2013 году за \$964 млн), а в остальном компания строго придерживается плана.

В начале июня на встрече с инвесторами в Лондоне менеджмент компании рассказал, на что делает ставку теперь, когда ситуация на рынке оставляет желать лучшего. Основных приоритетов три: избирательные инвестиции в проекты стоимостью менее \$100 млн с низкими рисками и возвратом на капитал не менее 40%, сокращение капитальных затрат и ориентация на требования клиентов.

Основные проекты компании завершены (модернизация рельсобалочного стана, проект по добыче высококачественных углей PCI, запуск угольной шахты Ерунаковская-VIII, запуск прокатного завода «Восточный» в Казахстане). В этом году инвестиции ЕВРАЗа составят менее \$900 млн (ожидалось \$825 млн, но может быть больше по итогам года, в 2013 году было \$902 млн), и в дальнейшем уровень вложений также не будет превышать \$900 млн.

Мы ожидаем, что компания может пересмотреть отношение к инвестициям через 2-3 года, если ситуация на рынке будет улучшаться.

При этом, как подчеркивается в презентации, развивать Тимир (железорудные месторождения с запасами в 630 млн т в Якутии, суммарные инвестиции — около 60 млрд руб.) ЕВРАЗ будет только в том случае, если сумеет с партнером — АЛРОСой — привлечь проектное финансирование.

Предполагается, что в этом году эффект от снижения издержек для ЕВРАЗа составит \$400 млн, в том числе за счет снижения затрат на горнодобывающих предприятиях (сейчас у ЕВРАЗа самая низкая себестоимость производства угля и 3-е место по себестоимости производства железной руды), а также общих и административных расходов на \$100 млн к 2015 году. В начале года этот курс уже неплохо себя зарекомендовал: по итогам I квартала 2014 года ЕВРАЗ смог сэкономить \$94 млн за счет продажи неэффективных железорудных и угольных активов в России и сокращения среднесписочной численности сотрудников на 2000 человек.

ЕВРАЗ намерен постепенно избавляться от непрофильных активов: на продажу были выставлены завод Vitkovice Steel в Чехии и ванадиевая Highveld Steel and Vanadium в ЮАР. Ранее президент ЕВРАЗа Александр Фролов не исключал, что компания продаст и

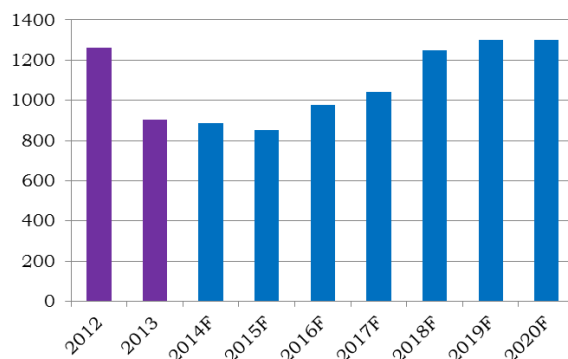
Сокращения затрат по итогам 1П14, млн долл.



Источник: данные компании



Капитальные вложения, млн USD



Источник: данные компании, прогнозы UFS IC



американский завод Claymont. К середине года продать удалось только Vitkovice Steel за \$89 млн. В августе компания сообщила о продаже доли в EVRAZ Highveld Steel and Vanadium приблизительно за \$27 млн, а также рефинансировала часть операционного капитала и экологических обязательств.

ЕВРАЗ пока занимает выжидательную позицию, выставив на продажу наименее привлекательные активы и не спеша продавать предприятия, деятельность которых сопряжена с повышенным риском. Компания на данный момент не отказывается от украинских заводов, которые невозможно продать за реальную цену, а также от североамериканских активов, для которых растущий рынок пока перевешивает угрозу дальнейшего «похолодания» отношений между США и Россией.

В краткосрочной перспективе, возможно, продажа активов была бы более предпочтительна, так как это позволило бы быстро снизить долговую нагрузку и даже выплатить специальные дивиденды по примеру «Северстали». Однако в средне- и долгосрочной перспективе позиция ЕВРАЗа кажется более предпочтительной, поскольку компания не отказывается от перспективных рынков и не спешит продать нежелательные активы по цене ниже рыночной. Такой подход неизбежно окажется более выигрышным при условии, что отношения с США и Украиной в средне- и долгосрочной перспективе улучшатся.

ЕВРАЗ может себе позволить такую позицию, поскольку у компании пока нет острой потребности в деньгах, и, соответственно, нет необходимости продавать активы по текущим ценам. В целом мы оцениваем стратегию компании скорее как сбалансированную, нежели защитную. Если ситуация вокруг Украины и отношения с Западом будут ухудшаться, ЕВРАЗу придется глубже «уйти в оборону».

Долговая нагрузка

В рамках новой стратегии ЕВРАЗ продолжает работать над сокращением долга (на конец года чистый долг был \$6,5 млрд или 3,6х EBITDA). Цель компании — 3х EBITDA.

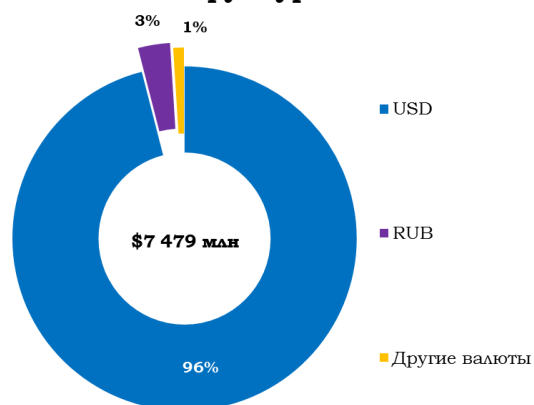
В целом это видится достижимым ориентиром уже по итогам текущего года, если позитивные тенденции на ключевых для компании рынках сохранятся. До конца 2014 года ЕВРАЗу нужно погасить \$1 020 млн долга (по состоянию на 30 июня). При этом объем денежных средств и эквивалентов на балансе компании на середину года составлял \$1 353 млн, что позволяет достаточно комфортно обслуживать краткосрочный долг.

Неприятным моментом является тот факт, что 96% долга ЕВРАЗа номинировано в долларах, поэтому обесценение рубля оказывает выраженное негативное воздействие на финансовый результат компании, несмотря на то, что операционная эффективность при этом улучшается. Учитывая текущую позицию ЦБ, рассчитывать на существенное укрепление рубля в ближайшей перспективе не приходится.

В этом свете твердое намерение сокращать долговую нагрузку выглядит вдвойне позитивным. Несмотря на то,

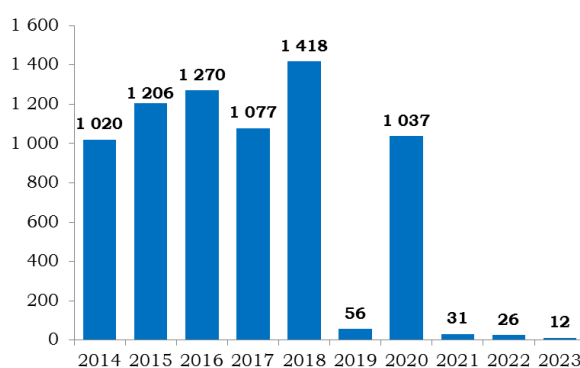


Валютная структура долга ЕВРАЗа



Источник: данные компании

График погашения долгов ЕВРАЗа по состоянию на 30.06.14, млн долл.



Источник: данные компании



что совокупный долг ЕВРАЗ достаточно велик, его текущая конфигурация выглядит вполне контролируемой и даже относительно комфортной. Ситуация может обостриться, если противостояние с Западом будет иметь долгосрочный характер и доступ к рынкам капитала будет существенно затруднен.

По последним сведениям, ЕВРАЗ намерен рефинансировать часть долга у азиатских инвесторов, параллельно может быть сменена и валюта заимствования.

Итоги полугодия и долгосрочные прогнозы

ЕВРАЗ, наряду с другими предприятиями в отрасли, смог продемонстрировать достаточно сильные итоги I полугодия 2014 года. Показатели компании поддержал рост цен на определенные виды металлопродукции за счет ухода с рынка части украинских поставщиков, а также осуществляемая в компании работа над сокращением затрат.

Чистая прибыль ЕВРАЗа по итогам полугодия составила \$1 млн против убытка в \$146 млн годом ранее, чистый долг сократился до \$6 095 млн, а EBITDA составила \$ 080 млн (на 17% выше, чем годом ранее). Долговая нагрузка, таким образом, опустилась до 3,1х, что близко к целевому уровню.

Сокращение операционных затрат позволило удвоить операционную прибыль при том, что выручка даже снизилась на 7% – до \$6 805 млн.

На положительную прибыль группа смогла выйти за счет эффективного сокращения расходов на обслуживание долга, увеличения операционной эффективности, а также продажи части непрофильных активов и высвобождения оборотного капитала.

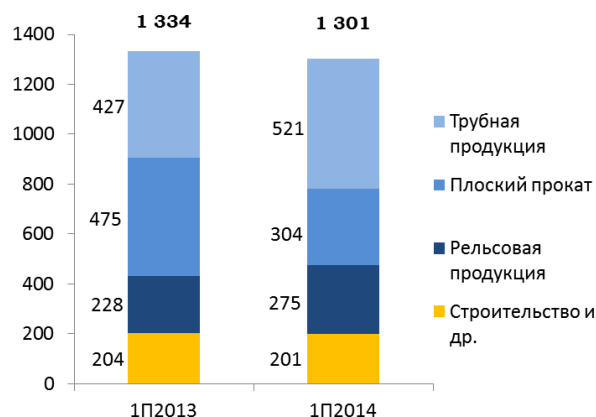
До конца года компания закроет еще несколько сделок по продаже непрофильных активов, что также поддержит финансовые показатели во II полугодии 2014 года. Тем не менее, мы отмечаем, что сокращение издержек было достигнуто преимущественно благодаря таким разовым эффективным действиям, как оптимизация кадров, а в дальнейшем также эффективно сокращать затраты компании будет сложно.

Кроме того, ослабление рубля негативно сказывается на финансовом результате ЕВРАЗа из-за того, что долг почти полностью номинирован в долларах США. В итоге, мы занимаем консервативную позицию и ожидаем, что во II полугодии ЕВРАЗу не удастся удержать положительную чистую рентабельность. Тем не менее, убыток по итогам года сократится по сравнению с таковым в 2013 году, валовая, операционная и рентабельность на уровне EBITDA улучшатся, а долговая нагрузка, как минимум, не будет увеличиваться.

В 2014 году мы ожидаем сокращения выручки до \$13,5 млрд на фоне приостановки или продажи непрофильных низкоэффективных активов и снижения цен на рынках металлургического сырья.

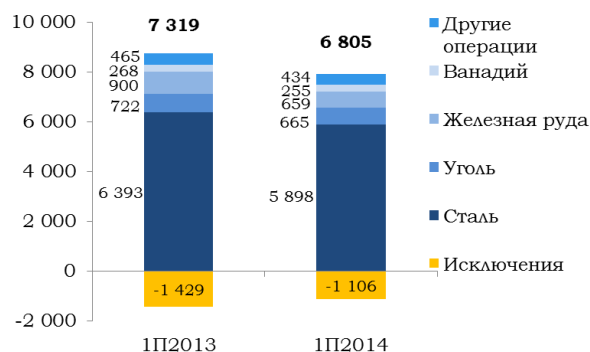
В **стальном сегменте** ожидаем сохранение тенденции к улучшению структуры продаж и умеренному восстановлению цен, как в России так и в США. ЕВРАЗ до недавнего времени – монополист среди российских

Изменение в структуре продаж по видам продукции, тыс. т



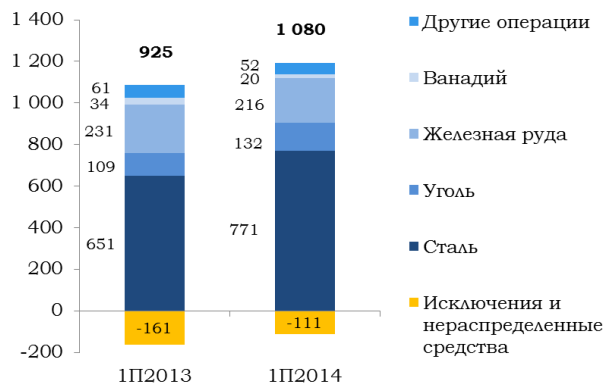
Источник: данные компании

Изменение в структуре выручки по итогам полугодия, млн долл.



Источник: данные компании

Изменение в структуре EBITDA по итогам полугодия, млн долл.



Источник: данные компании



производителей на рынке рельсового проката. Несмотря на то, что «Мечел» построил и запустил УРБС, компании по-прежнему действуют в разных сегментах, и обе смогут извлечь выгоду из таких крупных инфраструктурных строек, как расширение и реконструкция Транссиба. Ожидаем в дальнейшем роста спроса и цен на рельсовую продукцию.

Локальный дефицит на рынке сортового проката также будет сохраняться. На рынке плоского проката не ожидаем значительной динамики в ближайшие годы. Производство полуфабрикатов будет снижаться в угоду продукции с высокой степенью обработки.

На американском рынке ожидаем увеличение доли трубной продукции, что диктуют новые антидемпинговые пошлины и растущий спрос.

В **рудном сегменте** ситуация сложилась достаточно тяжелая, но ЕВРАЗ демонстрирует хороший контроль затрат. Ожидаем, что цены на руду в скором времени стабилизируются, так как издержки большинства производителей выше, а дальнейшее падение цен вынудит их остановить производство. ЕВРАЗ самообеспечен рудным сырьем на 77% (показатель упал по сравнению с 2013 годом за счет консервации нерентабельных мощностей, а также падения закупочных цен, но мы ожидаем, что он постепенно будет восстанавливаться).

В **угольном сегменте** наблюдается схожая картина: цены находятся вблизи «дна», однако «запас прочности» имеется достаточно приличный. Консолидация «Распадской» позволила увеличить долю высокомаржинальных продуктов в продажах и обеспечить полное самообеспечение сырьем.

Восстановление полноценной работы на проблемных шахтах должно значительно улучшить показатели сегмента в будущем и обеспечить восстановление рентабельности. Ожидаем, что цены на угольную продукцию стабилизируются и начнут постепенно восстанавливаться уже с конца текущего – начала следующего года.

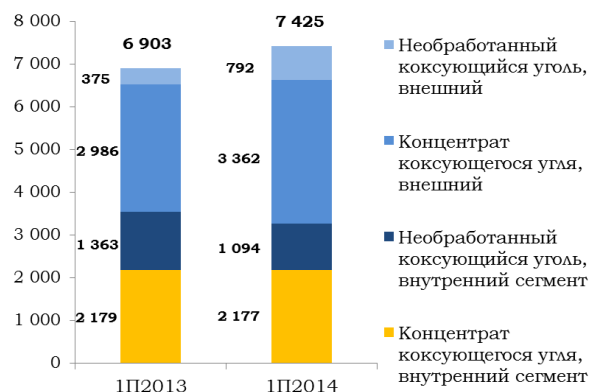
ЕВРАЗ продал часть **ванадиевых** производств в Африке, что негативно скажется на операционных показателях сегмента, однако не должно существенно повлиять на его финансовые результаты.

Мы наблюдаем консолидацию цен на ванадий и не исключаем умеренного повышения ближе к концу года. В последующем ждем постепенного восстановления цен. ЕВРАЗ практически полностью отказался от продажи полуфабрикатов в пользу готовой ванадия-содержащей продукции, что мы оцениваем позитивно.

Таким образом, в среднесрочной перспективе мы ожидаем умеренного роста выручки преимущественно за счет роста цен на продукцию компании и увеличения доли премиальных продаж. В компании надеются на рост спроса на американском и российском рынках, и мы в целом разделяем эти ожидания. По нашим оценкам, ключевые для ЕВРАЗа рынки проходят многолетнее «дно» в текущем году, и в дальнейшем ситуация будет развиваться преимущественно в позитивном ключе.

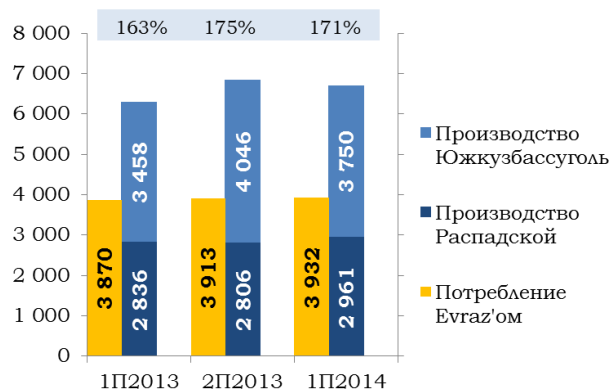
Рентабельность будет постепенно укрепляться. Мы ожидаем, что чистая рентабельность вернется на уровень в

Улучшение структуры продаж в угольном сегменте, млн долл.



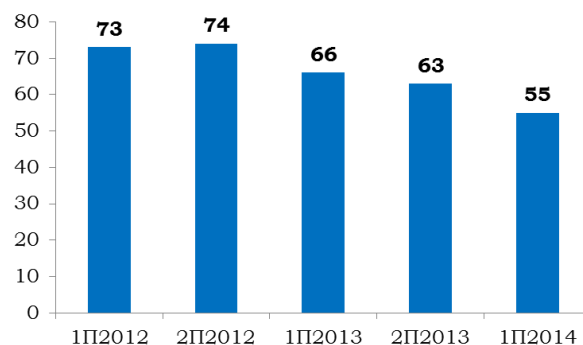
Источник: данные компании

Самообеспеченность коксующимся углем, тыс. т



Источник: данные компании

Улучшение себестоимости коксующегося угля, долл./т



Источник: данные компании



районе 3-4% уже к 2016-2017 годам, валовая маржа может приблизиться к 24-25%, а рентабельность на уровне EBITDA – к 16-17%.

Пока основным вызовом для ЕВРАЗ остается сокращение долговой нагрузки, но мы ожидаем, что компании удастся это реализовать, так как сокращение капитальных вложений происходит эффективно, и это позволяет поддерживать уверенно положительный свободный денежный поток.

Неучтенные риски

ЕВРАЗ в целом следует достаточно осторожной и сбалансированной стратегии, которая должна привести компанию к успеху, если на рынке не будет крупных неожиданных потрясений.

Однако есть моменты, на которые нужно обращать повышенное внимание, так как они способны существенным образом повлиять на положение дел. Мы не закладываем подобных исходов в финансовую модель компании, поэтому при реализации одного или нескольких описанных сценариев нам придется внести ряд корректировок.

ЕВРАЗ не отказывается от американских и украинских активов, и это сулит определенные проблемы, в случае если отношения продолжат накаляться. Негативным исходом для компании станет распространение очередного (гипотетического) раунда **секторальных санкций** на металлургические компании.

Если **ослабление рубля** примет еще более драматические масштабы, то это негативно скажется на финансовом результате группы.

По-прежнему актуальны риски **регулятивного воздействия**. В частности президент РФ недавно намекнул, что ЕВРАЗу стоит повторно изучить возможность строительства в Якутии металлургического предприятия, которое несколькими годами ранее было признано компанией инвестиционно непривлекательным.

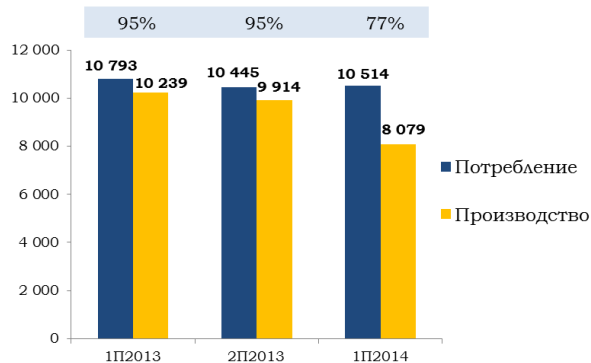
«Как только замаячит свет в конце тоннеля в металлургической сфере, а в целом-то ситуация на мировых рынках неплохо складывается. Как только в этом регионе все станет стабильно, и перспектива более долгосрочная будет появляться, давайте договоримся так, что мы не отказываемся от этого», – сказал В. Путин на совещании по господдержке приоритетных инвестиционных проектов и территорий на Дальнем Востоке.

Ранее вложения в проект оценивались в \$4 млрд. Не стоит исключать ситуации, когда компания окажется вынуждена финансировать проект с не самой очевидной экономикой, что негативно скажется на стоимости ЕВРАЗа и его финансовом положении.

Также мы не закладываем очередных форс-мажоров, связанных с шахтами **«Распадской»**. Подобные вещи сложно прогнозировать, и, тем не менее, происходят они с завидной регулярностью.

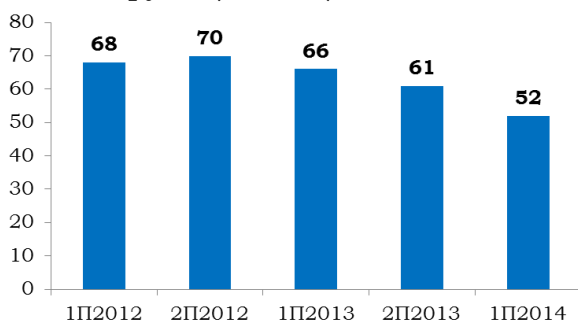
Среди неучтенных позитивных моментов – возможное IPO североамериканского подразделения компании, которое рассматривается как гипотетическая альтернатива продаже. В этом случае компания смогла бы

Самообеспеченность рудным сырьем, тыс. т



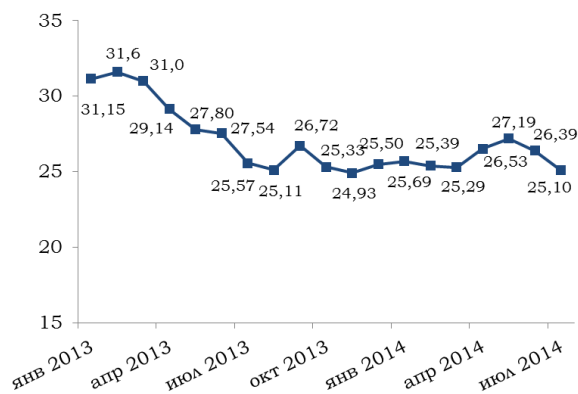
Источник: данные компании

Улучшение себестоимости железной руды (Fe 58%), долл./т



Источник: данные компании

Динамика цен на ванадий, долл./т



Источник: LMB



одновременно привлечь средства на сокращение долга и сохранить операционный контроль над активами.

Оценка на основе дисконтирования денежных потоков

Мы оценили справедливую стоимость акций ЕВРАЗа с помощью методики DCF в рамках описанных выше прогнозов. Справедливая цена для акций компании на конец года составила **151 Gbp**.

Это консервативная оценка, учитывающая повышенную оценку риска в сложившейся ситуации. Текущие уровни по бумаге выглядят достаточно высокими, потенциал роста всего порядка 15%.

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции ЕВРАЗа, оцениваем позиции бумаг компании достаточно сильно. Сейчас российские металлургические бумаги в целом выглядят лучше рынка, и мы ожидаем, что эта тенденция будет сохраняться, как минимум до конца года.

В своей оценке мы использовали следующие предпосылки:

- ✓ Мы прогнозируем долгосрочный темп роста для денежного потока на уровне 2%, что достаточно консервативно, если рассчитывать на восстановление рынка стали;
- ✓ Средневзвешенная стоимость капитала оценена нами на уровне 12,8%, что учитывает высокие рыночные риски и труднодоступность бумаг компании для российских инвесторов;
- ✓ Чистый долг на конец года составит приблизительно \$6 млрд.

Оценка методом DCF	
NPV, млн. USD	9 780
Чистый долг, млн USD	6 095
Справедливая стоимость акционерного капитала, млн. USD	3 685
Акции в обращении, млн. штук	1 507
Текущая цена акций, Gbp	131
Целевая цена, Gbp	151
Потенциал	15,3%

Расчет стоимости капитала	
Заемные средства, %	72,3%
Стоимость заимствований	9,4%
Собственные средства, %	27,7%
Стоимость собственных средств	26,7%
WACC	12,8%

Оценка ЕВРАЗа методом дисконтирования денежных потоков

mln USD	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Net Sales	14 726	14 411	13 491	14 470	15 729	16 796	17 608	18 304	18 876
(-) Costs of Sale	11 803	11 468	10 612	11 177	11 971	12 616	13 149	13 629	14 009
(-) SG&A	2 665	2 924	2 750	2 794	2 708	2 797	3 012	3 308	3 407
(=) EBIT	258	19	128	499	1 050	1 383	1 446	1 367	1 460
EBIT*(1-T)	206	15	102	399	840	1 106	1 157	1 094	1 168
(+) D&A	1 259	1 051	985	1 056	1 148	1 226	1 285	1 336	1 378
(-) CAPEX	1 261	902	885	850	975	1 040	1 250	1 300	1 300
(-) CWC	-410	-365	-550	-150	-50	150	200	50	150
(=) FREE CASH FLOW	614	529	752	756	1 063	1 142	992	1 080	1 096

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC



Сравнительный анализ

Мы провели сравнительный анализ акций ЕВРАЗ с российскими черными металлургами, а также с зарубежными металлургическими компаниями, действующими на развитых и на развивающихся рынках. При оценке мы использовали такие показатели как EV/EBITDA, P/E и P/S, рассчитанные по итогам 2013 года и по прогнозным показателям 2014 и 2015 годов. При этом показатель P/E мы рассматривали номинально, поскольку ожидаем, что положительную прибыль ЕВРАЗ сможет получить не раньше следующего года. Данная проблема характерна не только для ЕВРАЗ. Большинство металлургических компаний как в России, так и за рубежом, последние два года испытывает большие проблемы с чистой рентабельностью, демонстрируя символическую прибыль или убыток, а прогнозы по прибыли на последующие годы отличаются большим разбросом и вряд ли репрезентативны.

На фоне российских металлургов ЕВРАЗ выглядит умеренно недооцененным по показателю EV/EBITDA. По показателю P/S наблюдается схожая картина с коррекцией на долговую нагрузку рассматриваемых компаний. В целом, сопоставление отражает умеренную недооценку ЕВРАЗ, однако дисконт может быть отчасти связан с низкой доступностью бумаг компании для российских инвесторов.

На фоне компаний с развитых рынков недооценка выглядит более внушительной как по EV/EBITDA, так и по P/S. Разрыв по показателям долговой нагрузки не такой сильный, как на российском рынке, поэтому оба показателя примерно одинаково репрезентативны. Тем не менее, мы вынуждены признать, что дисконт ЕВРАЗ к аналогам из развитых стран в определенной степени оправдан, так как в отношении российских компаний действуют явно выраженные страновые риски, усиленные противостоянием с Западом.

Близкая ситуация наблюдается и с компаниями с развивающихся рынков с тем лишь отличием, что здесь еще более выражен разброс в долговых нагрузках, и даже есть компании с отрицательным чистым долгом. Поэтому больше внимания стоит обращать на показатель EV/EBITDA. ЕВРАЗ смотрится выигршно благодаря хорошим показателям операционной рентабельности, но часть дисконта также связана со страновыми рисками и возможным усилением санкционной борьбы.

В целом же сравнительный анализ отражает умеренную недооценку компании на фоне других российских металлургов. Стимулировать рост котировок в пределах 10-20% могло бы повышение ликвидности и доступности бумаг компании, в частности начало торгов акциями или РДР на Московской бирже. Компания рассматривала такую возможность в прошлом году, но, очевидно, посчитала время не самым удачным для размещения. К этому вопросу руководство может вернуться, если интерес к российским металлургическим бумагам продолжит восстанавливаться.

Значительное повышение оценки компании может произойти в том случае, если противостояние России с Западом пойдет на убыль и страновые риски снизятся.

ЕВРАЗ относительно российских металлургических холдингов

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	
НЛМК	7,67	6,28	6,03	0,80	0,86	0,80	25,42	17,34	14,69	1,69
ММК	4,94	4,10	3,95	0,23	0,24	0,23	-	46,64	8,41	2,00
СЕВЕРСТАЛЬ	5,60	5,27	5,13	0,57	0,63	0,62	12,86	12,63	8,67	1,26
ТМК	5,56	5,97	5,34	0,30	0,31	0,30	7,15	9,40	5,89	3,83
Evraz	5,10	4,80	4,16	0,22	0,24	0,22	-	-	58,95	3,15
Среднее	5,58	5,62	5,24	0,44	0,47	0,46	12,86	14,98	8,54	1,85
Справедливая стоимость акции, Gbp	143,3	153,6	164,9	257,3	260,6	273,0			19,0	
Потенциал	9,4%	17,2%	25,9%	96,4%	98,9%	108,4%			-85,5%	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC



ЕВРАЗ относительно компаний с развитых рынков

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	
NUCOR CORP	13,83	10,74	8,06	0,92	0,84	0,82	39,03	26,84	16,62	1,76
US STEEL	10,16	5,95	5,17	0,33	0,32	0,32	-	19,46	14,48	2,43
NIPPON STEEL	15,28	8,35	7,62	0,63	0,51	0,51	-	11,41	10,44	3,09
ARCELORMITTAL	6,59	6,13	5,25	0,30	0,30	0,29	-	21,14	12,89	2,19
THYSSENKRUPP AG	8,81	6,95	5,75	0,33	0,30	0,29	-	43,93	17,52	1,89
JFE HOLDINGS INC	11,36	8,19	7,79	0,42	0,36	0,35	32,37	11,94	10,25	4,11
Евраз	5,10	4,80	4,16	0,22	0,24	0,22	-	-	58,95	3,15
Среднее	10,76	7,57	6,69	0,37	0,34	0,34	35,70	20,30	13,68	2,31
Справедливая стоимость акции, Gbp	276,3	206,8	210,6	220,9	188,9	198,7			30,4	
Потенциал	110,9%	57,9%	60,8%	68,6%	44,2%	51,7%			-76,8%	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC

ЕВРАЗ относительно компаний с развивающихся рынков

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	
CHINA STEEL CORP	13,88	12,09	10,85	1,17	1,13	1,13	25,47	21,67	20,23	-
HYUNDAI STEEL CO	13,88	8,96	8,56	0,68	0,54	0,53	11,12	11,31	10,55	8,03
POSCO	9,69	8,88	8,25	0,51	0,49	0,47	17,72	16,77	12,44	3,71
TATA STEEL LTD	10,45	7,72	6,70	0,37	0,35	0,33	55,06	14,66	11,30	4,54
GERDAU SA	7,40	7,02	6,30	0,50	0,47	0,43	14,10	16,26	13,13	2,47
WUHAN IRON & STEEL CO LTD	8,55	8,20	7,72	0,25	0,26	0,26	41,45	28,41	22,14	-
ANGLO AMERICAN PLC	5,67	6,31	5,67	1,12	1,20	1,10	12,84	13,36	11,31	1,26
JIAOZUO WANFANG ALUMINUM-A	45,45	26,42	12,77	2,27	2,35	1,86	55,11	55,80	21,88	-
Евраз	5,10	4,80	4,16	0,22	0,24	0,22	-	-	58,95	3,15
Среднее	10,07	8,54	7,98	0,60	0,52	0,50	21,60	16,52	12,79	3,71
Справедливая стоимость акции, Gbp	258,6	233,3	251,5	351,8	285,1	297,3	-	-	28,4	
Потенциал	97,4%	78,1%	92,0%	168,6%	117,7%	126,9%			-78,3%	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC

Краткий P&L

	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
млн. USD									
Выручка	14 726	14 411	13 491	14 470	15 729	16 796	17 608	18 304	18 876
Стальной сегмент	13 543	12 541	11 691	12 505	13 545	14 452	15 173	15 812	16 336
Уголь	791	1 381	1 300	1 468	1 714	1 863	1 969	2 040	2 104
Железная руда	1 724	1 587	1 215	1 310	1 422	1 544	1 612	1 666	1 716
Ванадий	520	550	521	578	632	669	669	667	664
Прочие операции	1 046	928	863	820	787	763	748	733	719
Межсегментные операции	- 3 033	- 2 728	- 2 265	- 2 391	- 2 566	- 2 701	- 2 778	- 2 838	- 2 893
Валовая прибыль	2 923	2 943	2 878	3 293	3 758	4 180	4 459	4 675	4 867
Валовая рентабельность, %	19,8%	20,4%	21,3%	22,8%	23,9%	24,9%	25,3%	25,5%	25,8%
Операционные расходы									
Коммерческие расходы	1 211	1 183	1 106	1 187	1 290	1 377	1 444	1 501	1 548
Административные расходы	839	877	809	868	944	1 008	1 056	1 098	1 133
Обесценение активов	413	446	405	434	472	504	528	549	566
Курсовые разницы	41	258	270	145	-157	-252	-176	0	0
Прочие операционные доходы	161	160	160	160	160	160	160	160	160
Операционная прибыль	258	19	128	499	1 050	1 383	1 446	1 367	1 460
Операционная рентабельность, %	1,8%	0,1%	0,9%	3,5%	6,7%	8,2%	8,2%	7,5%	7,7%
EBITDA	2 027	1 821	1 937	2 234	2 563	2 861	3 084	3 252	3 405
Рентабельность по EBITDA, %	13,8%	12,6%	14,4%	15,4%	16,3%	17,0%	17,5%	17,8%	18,0%
Прибыль за год	-425	-572	-262	54	483	735	802	755	844
Чистая рентабельность, %	-2,9%	-4,0%	-1,9%	0,4%	3,1%	4,4%	4,6%	4,1%	4,5%

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC



Прогнозная структура и динамика выручки

	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Стальной сегмент	13 543	12 541	11 691	12 505	13 545	14 452	15 173	15 812	16 336
Полуфабрикаты	2 066	2 028	2 262	2 447	2 671	2 805	2 859	2 915	2 974
Строительный прокат	4 335	4 157	3 585	3 877	4 190	4 422	4 577	4 738	4 857
Железнодорожный прокат	1 751	1 791	1 923	2 079	2 292	2 551	2 785	2 983	3 133
Плоский прокат	2 321	1 776	908	855	889	962	1 040	1 125	1 194
Трубная продукция	1 364	1 299	1 512	1 682	1 872	2 024	2 167	2 255	2 345
Прочая металлопродукция	461	425	392	411	432	454	472	487	496
Межсегментные операции	51	46	39	40	41	43	44	45	47
Прочая выручка стального сегмента	1 194	1 019	1 070	1 113	1 157	1 192	1 228	1 265	1 290
Сырьевой сегмент	2 650	3 120	2 681	2 959	3 329	3 612	3 795	3 929	4 050
Железная руда	347	389	326	341	357	379	400	419	436
Железорудный концентрат	2	-	-	-	-	-	-	-	-
Шлак	13	11	9	10	11	11	12	12	13
Окатыши	137	143	111	114	121	134	145	153	160
Прочее	195	235	206	216	225	234	243	253	263
Уголь	211	732	764	852	999	1 103	1 178	1 226	1 266
Сырой коксующийся уголь	8	47	89	93	95	95	92	86	83
Концентрат коксующегося угля	96	616	603	683	825	926	1 002	1 053	1 095
Сырой энергетический уголь	36	64	67	71	74	77	80	82	82
Концентрат энергетического угля	71	5	5	5	5	5	5	5	5
Межсегментные продажи	2 092	1 999	1 424	1 585	1 780	1 925	2 002	2 061	2 119
Прочая выручка	135	152	167	181	193	205	215	224	230
Ванадиевый сегмент	520	550	521	578	632	669	669	667	664
Ванадий в слагах	31	46	51	57	63	68	62	59	55
Ванадий в сплавах	465	477	447	497	545	575	580	580	580
Межсегментные продажи	15	18	14	15	16	17	18	19	20
прочие продажи	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Прочие операции	1 046	928	863	820	787	763	748	733	719
Исключения	-3 033	-2 728	-2 265	-2 391	-2 566	-2 701	-2 778	-2 838	-2 893
Выручка	14 726	14 411	13 491	14 470	15 729	16 796	17 608	18 304	18 876

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC



Закключение и рекомендации

После почти трех лет неумолимого и методичного ухудшения на рынках металлургического сырья и продукции наконец-то появляются первые признаки полноценного восстановления. Появилась надежда на разворот негативного тренда. Цена на продукцию начинает расти, а металлургические компании, которые все это время неустанно работали над оптимизацией затрат и улучшением продуктовых линеек, наконец, начинают пожинать плоды своих трудов. Мы отмечаем рост рентабельности по итогам полугодия практически у всех компаний в отрасли.

И хотя спрос по-прежнему остается достаточно слабым, а обострение отношений с западными странами явно не добавляет позитива, металлургические бумаги в текущем году начинают смотреться явно лучше рынка и даже порой демонстрируют защитные свойства, когда индексы идут вниз. Мы ожидаем, что данная тенденция сохранится, как минимум, до конца года и в целом надеемся, что локальное повышение интереса к бумагам сектора в конечном итоге реализуется в полноценную смену тренда.

В этих условиях ЕВРАЗ выглядит довольно перспективной бумагой, поскольку рынок отыгрывает улучшение ситуации в отрасли с запозданием из-за трудностей с приобретением бумаг (торгуются на LSE) у российских инвесторов с одной стороны, и предвзятостью по отношению к российским компаниям на фоне обострения санкционного противостояния у зарубежных инвесторов с другой. Это отражает 10-20% недооценка по сравнению с другими российскими металлургами по основным мультипликаторам.

Тем не менее, мы констатируем позитивные изменения в компании и умеренно оптимистично оцениваем новую сдержанную стратегию, направленную на максимизацию денежного потока и сокращение долговой нагрузки. При этом позитивным фактором, на наш взгляд, является то, что ЕВРАЗ уже прошел пик капитальных вложений и сейчас может генерировать уверенно положительные денежные потоки даже на относительно слабом рынке.

Таким образом, у компании есть ресурсы для дальнейшего сокращения долга, и мы ожидаем, что рынок будет позитивно реагировать на это сокращение.

Ситуация на основных для компании рынках – строительного и рельсового проката в России, строительного проката и трубной продукции в Северной Америке, ванадиевых сплавов в Европе – выглядит достаточно комфортно и имеет тенденции к улучшению.

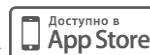
Компания показала хороший рост рентабельности по итогам полугодия, и даже если результаты II полугодия 2014 года будут несколько хуже, годовые показатели все равно можно будет считать сильными.

С учетом высокой актуальной оценки рыночных рисков мы оцениваем справедливую стоимость ЕВРАЗа на уровне **151 Gbp** за акцию. Потенциал роста к текущим котировкам – 15%. Однако если ситуация продолжит развиваться в позитивном ключе, рынок, вероятно, пересмотрит оценку рисков в сторону понижения, и это приведет к росту оценки справедливой стоимости компании.

Ликвидность бумаг компании может существенно повыситься, если ЕВРАЗ вернется к идее размещения части своих бумаг на Московской бирже.

Среднесрочно мы сохраняем позитивный взгляд на акции ЕВРАЗа и рекомендуем **ПОКУПАТЬ**.

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#) или



Департамент Аналитики

Тел. +7 (495) 781 02 02

Департамент торговли и продаж

Тел. +7 (495) 781 73 03

**Взаимодействие с клиентами,
формирование портфелей,
применение торговых идей**

Тел. +7(495) 781-73-02

Тел. +7(495) 781-73-00



Мария Исаева
mvi@ufs-federation.com



Дмитрий Коростелов
kdv@ufs-federation.com



Дмитрий Рожков
rdv@ufs-federation.com



Светлана Шмакова
ssv@ufs-federation.com



Анна Куренкова
kas@ufs-federation.com

UFS Investment Company

- Победитель конкурса прогнозов Thomson Reuters Trading Russia
- Лауреат премии Cbonds Awards в номинации – «Прорыв года в аналитике»
- Лауреат премии Cbonds Awards
- Рейтинг надежности на уровне А, высокий уровень надежности (РА Эксперт)
- Рейтинг кредитоспособности по национальной шкале «А» (АК&М)
- Дважды лауреат премии «Investor Awards»
- Золотой диплом «За информационную открытость» (Финансовый пресс-клуб)
- Лауреат премии Spear's Awards
- Лауреат Национальной премии «Финансовый Олимп 2012»
- Лучший результат управления фондами фиксд-инком и арбитраж (достижение исторических доходностей 38/72% годовых 2013г.)
- Команда аналитиков входит в TOP-3 ранкинга BARR - Ранг абсолютного дохода Bloomberg

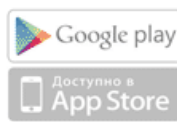
Всегда для Вас живой сайт: он-лайн консультант на нашем сайте www.ufs-federation.com



Подписка
на аналитику



Каждый вторник в 19:00
встречи с UFS IC
«Осень – пора новых знаний»



Узнайте больше
с помощью мобильного
приложения

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

