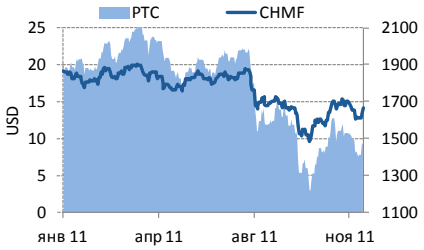
Металлургия

Ticker	CHMF RX
LP, $	14.19
Rec.	BUY
TP, $	15.86



Северсталь

Компания планирует деконсолидацию золотодобывающего бизнеса

Олег Петропавловский, Эдуард Бадаев, аналитики ФГ БКС

Обмен акций, объявленный вчера компанией «Северсталь», предоставляет квалифицированным инвесторам хорошую возможность для инвестиций в золотодобывающие активы компании. С точки зрения ценовых уровней, обмен выгоден для квалифицированных инвесторов. Однако, по нашим оценкам, сделка негативна для неквалифицированных миноритариев: они не могут участвовать в обмене, теряя, таким образом, часть потенциала роста бумаг, связанного с Nord Gold. Более подробно наш анализ влияния сделки на оценку стоимости Северстали будет представлен в отдельном Flash Note в ближайшее время.

Северсталь предложила обмен своих акций на бумаги Nord Gold. Вчера Северсталь предложила акционерам инвестировать в свои золотодобывающие активы посредством обмена акций: 100 акций Северстали могут быть конвертированы в 186 акций Nord Gold. Согласно условиям сделки, в обмене могут принять участие только квалифицированные инвесторы и квалифицированные институциональные покупатели и только в рамках законодательства еврозоны (за исключением Италии), США, Великобритании и России. Дата отсечки – 29 ноября. Предложение действует до 13 января 2012 г. Сделка, как ожидается, будет завершена до конца января 2012 г.

Погашение акций. В рамках сделки участвующие акционеры Северстали обменяют свои акции на бумаги Nord Gold, принадлежащие Lybica – 100%-ной «дочке» Северстали. В результате Lybica получит до 192.9 млн акций Северстали (19.1% обращающихся акций), из которых 162.9 млн акций (16% обращающихся акций) будут погашены. Остальные 30 млн бумаг будут направлены на общие корпоративные цели. Погашение будет проведено с целью частично компенсировать миноритарным акционерам Северстали невозможность участия в сделке. Сроки погашения бумаг не уточняются.

Nord Gold недооценена в рамках сделки. Судя по уровням вчерашнего закрытия и условиям конвертации, акционерный капитал Nord Gold составляет $2.8 млрд. Исходя из нашего прогноза EBITDA Nord Gold за 2011 г. на уровне $648 млн, мы оцениваем показатель EV золотодобывающей компании на уровне $4.0-4.8 млрд при EV/EBITDA 6.2-7.5x. Чистый долг Nord Gold по итогам 1П11 составит $ 189 млн, а неконтрольные доли - $ 247 млн. Таким образом, инвестиции в Nord Gold – интересная возможность для участвующих акционеров.

Показатель EBITDA снизится, а FCF останется стабильным. В результате деконсолидации Nord Gold, Северсталь снизит показатель EBITDA margin и потребности в CAPEX, что компенсирует негативное влияние конвертации на FCF. С нашей точки зрения, условия сделки несправедливы для неквалифицированных инвесторов, которые не участвуют в обмене более высоко-оцененных акций Северстали на недооцененные бумаги Nord Gold. Однако для квалифицированных инвесторов обмен является хорошей возможностью для инвестиции в золотодобывающие активы Северстали по низкой цене.