



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Северсталь (Ba1/BBB-/BBB-): итоги 2016 г. по МСФО.**

Северсталь (Ba1/BBB-/BBB-): итоги 2016 г. по МСФО. **(НЕЙТРАЛЬНО).**

Северсталь отчиталась за 4 кв. и весь 2016 г. по МСФО. Выручка за 2016 г. снизилась на 7,5% г/г до 5,9 млрд долл., EBITDA – на 8,8% г/г до 1,9 млрд долл., EBITDA margin в 2016 г. опустилась на 0,5 п.п. г/г до 32,3%. При этом EBITDA в 4 кв. 2016 г. снизилась на 9,6% к/к до 528 млн долл., что оказалось хуже консенсус-прогноза. Снижение EBITDA было связано с ростом издержек Северстали из-за укрепления рубля и увеличения стоимости сырья. В 2017 г., по нашим оценкам, выручка Северсталь может показать рост на 10-15% за счет более высокой ср. цены реализации и физических объемов продаж на внутреннем рынке, но компании вряд ли удастся нарастить EBITDA margin из-за увеличения издержек (рост цен на сырье, укрепление рубля). Впрочем, Северсталь сможет сохранить кредитные метрики на комфортном уровне. По итогам 2016 г. Чистый долг/EBITDA – 0,4х (как и в 2015 г.), риски рефинансирования были низкие. У компании достаточно финансовых ресурсов для выплаты дивидендов и реализации инвестпрограммы. В отчетности Северсталь сообщается о налоговых рисках в РФ по отдельным компаниям группы (около 400 млн долл.), но руководство компании считает, что созданы «адекватные резервы». Северсталь рассматривает возможность рефинансирования долга 2018 г., в т.ч. за счет выпуска евробондов в 2017 г. Нельзя исключать, что привлеченные средства компания может направить на выкуп евробонда Severstal-18, предложив премию к рынку. В целом, евробонды Северсталь в доходности оценены справедливо.

*Северсталь первой из российских металлургов отчиталась за 4 кв. и весь 2016 г. по МСФО...*

*Выручка за 2016 г. снизилась на 7,5% г/г до 5,9 млрд долл., EBITDA – на 8,8% г/г до 1,9 млрд долл., EBITDA margin опустилась на 0,5 п.п. г/г до 32,3%...*

*Снижение EBITDA связано с ростом издержек из-за укрепления рубля и увеличения цен на сырье...*

**Комментарий.** Северсталь первой из российских металлургов отчиталась за 4 кв. и весь 2016 г. по МСФО. Выручка за 2016 г. снизилась на 7,5% г/г до 5,9 млрд долл., показатель EBITDA – на 8,8% г/г до 1,9 млрд долл., EBITDA margin опустилась всего на 0,5 п.п. г/г до 32,3%. При этом EBITDA Северстали в 4 кв. 2016 г. снизилась на 9,6% к/к до 528 млн долл., что оказалось хуже консенсус-прогноза. Хотя выручка к/к выросла на 4% до 1,65 млрд долл., превзойдя ожидания рынка.

Снижение EBITDA было связано с ростом издержек Северстали на фоне укрепления рубля и увеличения стоимости сырья. В частности, cash cost слывов металлурга в 4 кв. вырос на 7,7% до 194 долл./т. Рост цен на коксующийся уголь в 4 кв. позитивно отразился на EBITDA горнорудного сегмента (увеличилась в 1,6 раза до 146 млн долл.), но это не перекрыло потери в металлургическом сегменте (показатель упал на 82 млн долл. до 406 млн долл.).

В 2017 г., по нашим оценкам, выручка Северсталь может показать рост на 10-15% за счет роста ср. цены реализации и физических объемов продаж на внутреннем рынке. При этом компании вряд ли удастся нарастить EBITDA margin из-за роста издержек (рост цен на сырье, укрепление рубля). Это позволит Северсталь сохранить кредитные метрики на комфортном уровне.

*В 2017 г., по нашим оценкам, выручка Северсталь может вырасти на 10-15% за счет роста ср. цены реализации и физических объемов продаж...*

*При этом компании вряд ли удастся нарастить EBITDA margin из-за роста издержек...*

*Впрочем, Северсталь сможет в 2017 г. сохранить кредитные метрики на комфортном уровне...*

*Сама компания планирует удерживать Чистый долг/EBITDA в пределах 0,5-0,7х...*

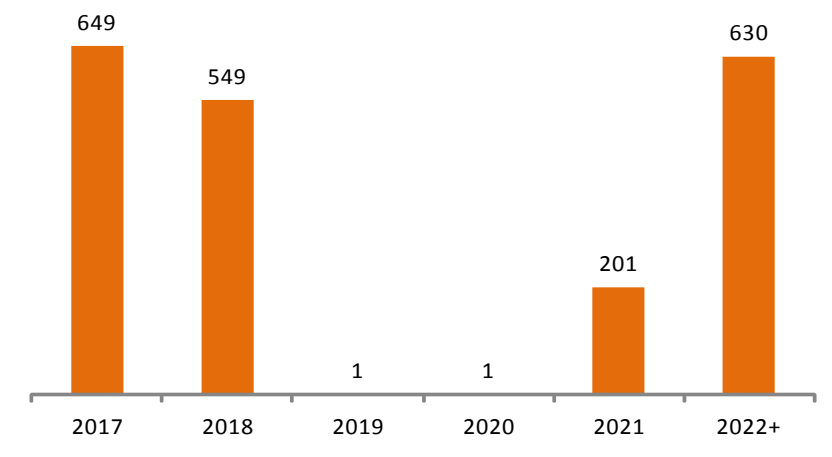
*По итогам 2016 г. Чистый долг/EBITDA – 0,4х (как и в 2015 г.), риски рефинансирования были низкие...*

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | Северсталь (Ba1/BBB-/BBB-) |       |           |
|---------------------------------------------|----------------------------|-------|-----------|
|                                             | 2015                       | 2016  | Изм. %    |
| Выручка                                     | 6 396                      | 5 916 | -7,5      |
| Операционный денежный поток                 | 1 853                      | 1 477 | -20,3     |
| EBITDA                                      | 2 096                      | 1 911 | -8,8      |
| EBITDA margin                               | 32,8%                      | 32,3% | -0,5 п.п. |
| Чистая прибыль                              | 562                        | 1 620 | 188,3     |
| margin                                      | 8,8%                       | 27,4% | 18,6 п.п. |
|                                             | 2015                       | 2016  | Изм. %    |
| Активы                                      | 5 867                      | 6 483 | 10,5      |
| Денежные средства и эквиваленты             | 1 647                      | 1 154 | -29,9     |
| Долг                                        | 2 452                      | 2 013 | -17,9     |
| краткосрочный                               | 507                        | 673   | 32,7      |
| долгосрочный                                | 1 945                      | 1 340 | -31,1     |
| Чистый долг                                 | 805                        | 859   | 6,7       |
| Долг/EBITDA                                 | 1,2                        | 1,1   |           |
| Чистый долг/EBITDA                          | 0,4                        | 0,4   |           |

Источники: данные компании, PSB Research

Размер долга Северсталь за 2016 г. сократился на 17,9% до 2,01 млрд долл., чистый долг погас на 6,7% до 859 млн долл. на фоне сокращения «подушки» ликвидности на 29,9% г/г до 1,15 млрд долл., в т.ч. после выплаты дивидендов за 3 кв. (20,9 млрд руб.). Впрочем, метрики Северсталь остаются комфортными: Долг/EBITDA составила 1,1х против 1,2х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 0,4х (как и в 2015 г.). В 2017 г., по заявлению менеджмента, Северсталь будет удерживать метрику Чистый долг/EBITDA в пределах 0,5-0,7х.

График погашения долга Северсталь (31.12.2016 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

За 4 кв. 2016 г. Северсталь планирует выплаты акционерам порядка 23,2 млрд руб. дивидендов (около 389 млн долл.), при этом Сапек в 2017 г. составит 43 млрд руб. (более 720 млн долл.), что больше инвестиций 2016 г. (525 млн долл.). Тем не менее, значительного денежного потока (1,48 млрд долл. в 2016 г.) и запаса денежных средств на счетах компании будет достаточно для исполнения озвученных планов без давления на кредитные метрики, даже с учетом погашений долга в 2017 г. в 649 млн долл. К тому же у Северсталь имелись на конец 2016 г. невыбранные кредитные линии на 675 млн долл., которые компания может направить на рефинансирование долга. В свою очередь, менеджмент Северстали сообщил, что в 2017 г. погасит долг за счет накопленных средств.

В отчетности Северсталь сообщается о налоговых рисках в РФ по отдельным компаниям группы (около 400 млн долл.), при этом руководство компании считает, что созданы «адекватные резервы» и «несогласно с исками». В случае реализации данных рисков, мы считаем, что у Северсталь не возникнет сложностей с исполнением данных требований, которые ухудшат кредитный профиль.

*В отчетности Северсталь сообщается о налоговых рисках в РФ (около 400 млн долл.), но руководство компании считает, что созданы «адекватные резервы»...*

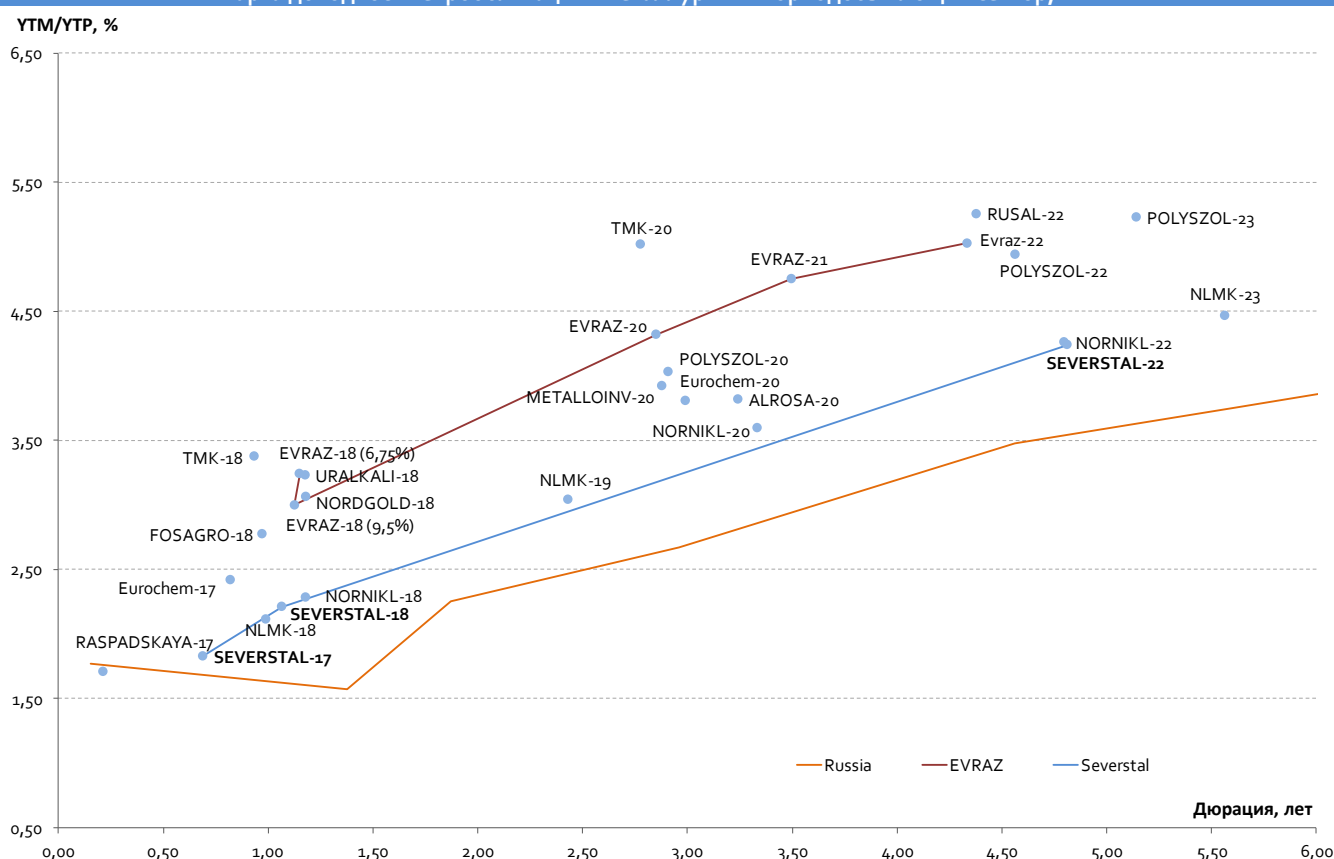
**Северсталь заявила, что рассматривает возможность рефинансирования долга 2018 г. за счет выпуска евробондов в 2017 г...**

**Нельзя исключать, что компания может направить вырученные средства на выкуп евробонда Severstal-18, предложив премию к рынку...**

**В целом, евробонды Северсталь оценены справедливо...**

Вместе с тем, менеджмент Северсталь заявил, что компания рассматривает возможность рефинансирования долга 2018 г., в том числе за счет выпуска евробондов в 2017 г. Нельзя исключать, что привлеченные средства компания может направить на выкуп евробонда Severstal-18 (YTM 2,32%/1,07 г.) объемом 549 млн долл. в обращении, предложив премию к рынку. Отметим, что купон по данному займу составляет 4,45% годовых. В настоящее время Северсталь вполне может занять необходимый объем на внешних рынках срочностью 6-7 лет на сопоставимых уровнях по доходности. Выпуск Severstal-22 торгуется с доходностью 4,24% годовых при дюрации 4,81 года. Напомним, на этой неделе Polyus (Ba1/BB-/BB-) успешно разместил 6-летний евробонд объемом 800 млн долл. с доходностью 5,25% годовых при спросе более 1,7 млрд долл. Вместе с тем, в начале 2015 г. Северсталь уже выкупала свои обращающиеся евробонды с погашением в 2016 и 2017 гг. на 219 млн долл., предложив в тот момент премию к рынку по цене порядка 60-100 б.п. В целом, обращающиеся евробонды Северсталь в доходности оценены справедливо.

Карта доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



**Александр Полютков, Игорь Нуждин**

**ПАО «Промсвязьбанк»**
**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>
**PSB RESEARCH**
**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

**АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**
**Александр Полюттов**
**Дмитрий Монастыршин**
**Роман Насонов**
**Михаил Поддубский**

PolyutovAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

NasonovRS@psbank.ru

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

**АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**
**Евгений Локтюхов**
**Илья Фролов**
**Екатерина Крылова**
**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**
**СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ**
**Дмитрий Иванов**
**Руслан Сибяев**
**Пётр Федосенко**
**Константин Квашнин**
**Евгений Жариков**
**Михаил Маркин**
**Алексей Кулаков**
**Павел Демещик**
**Евгений Ворошнин**
**Сергей Устиков**
**Александр Орехов**
**Операции на финансовых рынках**
**FICC**
**Еврооблигации**
**Рублевые облигации**
**ОФЗ, длинные ставки**
**Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities**
**FX, короткие ставки**
**Денежный рынок**
**РЕПО**
**Акции**

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5133

+7 (495) 705-9758

+7 (495) 411-5132

+7 (495) 411-5135

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ**
**Ольга Целинина**
**Филипп Аграчев**
**Александр Сурпин**
**Александр Борисов**
**Дмитрий Божьев**
**Виктория Давитиашвили**
**Владислав Риман**
**Максим Сушко**
**Олег Рабец,**
**Александр Ленточников,**
**Глеб Попов**
**Игорь Федосенко**
**Виталий Туруло**
**Операции с институциональными клиентами Fixed Income**
**Центр экспертизы для корпоративных клиентов**
**Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные**
**продукты**
**Конверсионные и форвардные валютные операции**
**Брокерское обслуживание**

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 733-96-28

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2017 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.