

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА СТАБИЛЬНА, НЕСМОТРЯ НА УХУДШЕНИЕ КОНЪЮНКТУРЫ

### Опубликованы финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

#### Рентабельность остается на сравнительно высоком уровне.

Выручка компании по итогам 1 кв. 2012 г. не претерпела существенных изменений (здесь и далее – к предыдущему кварталу, если не указано иное) и составила 3,7 млрд долл. Негативная динамика показателя ключевого дивизиона «Российская сталь» (-4,9% до 2,2 млрд долл.), была компенсирована высокими результатами американских активов (+22,9% до 1,1 млрд долл.) на фоне увеличения спроса и роста цен на прокат. Консолидированный показатель EBITDA (с поправкой на разовый доход в объеме 56,7 млн долл., связанный с доначислением резерва по запасам) составил 620 млн долл., снизившись на 19%. Таким образом, рентабельность оказалась на 3,8 п.п. ниже, чем в предыдущем квартале, и составила 16,8%, что отчасти объясняется укреплением рубля и последующим ростом себестоимости производства на российских предприятиях. Чистая прибыль компании составила 462 млн долл., однако на итоговый результат сильно повлияли разовые статьи – доход от курсовых разниц в размере 122 млн долл. и выделение Nord Gold (154 млн долл.).

#### После непродолжительной консолидации цены на сталь продолжили снижение.

Компания представила свой прогноз на ближайшую перспективу, предполагающий рост спроса на сталь в России во 2 кв. 2012 г., прежде всего за счет строительного сектора ввиду сезонной специфики. Спрос на металл в США, по мнению компании, будет устойчивым, тогда как в Европе улучшения не ожидается на фоне продолжающегося кризиса. Мы, в свою очередь, отмечаем, что после консолидации цен на сталь в начале 2 кв. вблизи уровня 650 долл./т (экспортная цена российского г/к проката) к настоящему моменту они снизились до уровня 590 долл./т. Таким образом, сейчас мы не видим оснований для улучшения финансовых показателей Северстали во 2 кв. 2012 г.

**Операционный поток покрывает капзатраты.** Чистый операционный денежный поток Северстали в 1 кв. 2012 г. составил 354 млн долл. – на 62% ниже показателя предыдущего квартала, однако на 61% выше, чем годом ранее. В отчетном периоде капзатраты составили 258 млн долл. при годовом плане 1,7 млрд долл. После ввода в эксплуатацию двух линий цинкования на американских предприятиях Dearborn и Columbus основной акцент будет сделан на модернизацию российских активов. Среди ключевых проектов – реконструкция коксовой батареи №7 в Череповце и строительство сталеплавильного завода в Балаково. Свободный денежный поток компании составил 96 млн долл. Также в 1 кв. 2012 г. компания направила 108 млн долл. на выплату дивидендов.

**Долговая нагрузка на прежних уровнях.** Общий долг Северстали за январь–март изменился несущественно и составил 6 млрд долл., при этом за счет роста денежных средств на балансе (до 2,2 млрд долл.) чистый долг компании сократился на 8% до 3,8 млрд долл. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA осталась на уровне конца 2011 г. (1,1). Стоит отметить увеличение доли краткосрочного долга до 29%. До конца 2012 г. Северстали предстоит рефинан-

#### Обращающиеся выпуски

CHMFRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Severstal '13	1 250 \$	9,75	29 июл 13	3,76
Severstal '14	375 \$	9,25	19 апр 14	4,34
Severstal '16	500 \$	6,25	26 июл 16	6,97
Severstal '17	1 000 \$	6,70	25 окт 17	7,03
Северсталь БО-1	15 000 R	7,50	18 сен 12	8,02
Северсталь БО-2	10 000 R	9,75	15 фев 13	8,46
Северсталь БО-4	5 000 R	9,75	15 фев 13	8,02

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Основные финансовые показатели Северстали

МСФО, млн долл.	МСФО, млн долл.			
	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	2012П
Выручка	3 727	15 812	3 679	16 000
Валовая прибыль		4 909	863	
EBITDA	767	3 585	620	3 490
Чистая прибыль	463	2 174	462	
Долг		5 976	6 043	
Чистый долг		4 102	3 783	3 847
Капитал		7 067	7 625	
Активы		17 910	16 333	
Валовая рентаб., %		31,0	23,5	
Рентаб. по EBITDA, %	20,6	22,7	16,8	21,8
Долг / EBITDA		1,7	1,8	
Чистый долг / EBITDA		1,1	1,1	1,1
Акц. капитал / Активы		0,4	0,5	
Акц. капитал / Долг		1,2	1,3	
Коэф. текущ. ликвидности		1,7	1,8	
Доля краткоср. долга, %		19,8	29,3	
Операц. денежн. поток	928	2 177	354	2 318
Денежн. поток от инв. деят.	(527)	(1 549)	73	
Денежн. поток от фин. деят.	(239)	(387)	(149)	
Капзатраты		(1 609)	(258)	(1 700)
Свободн. денежн. поток		567	96	618
Опер. ден. поток / Капзатраты		1,4	1,4	1,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

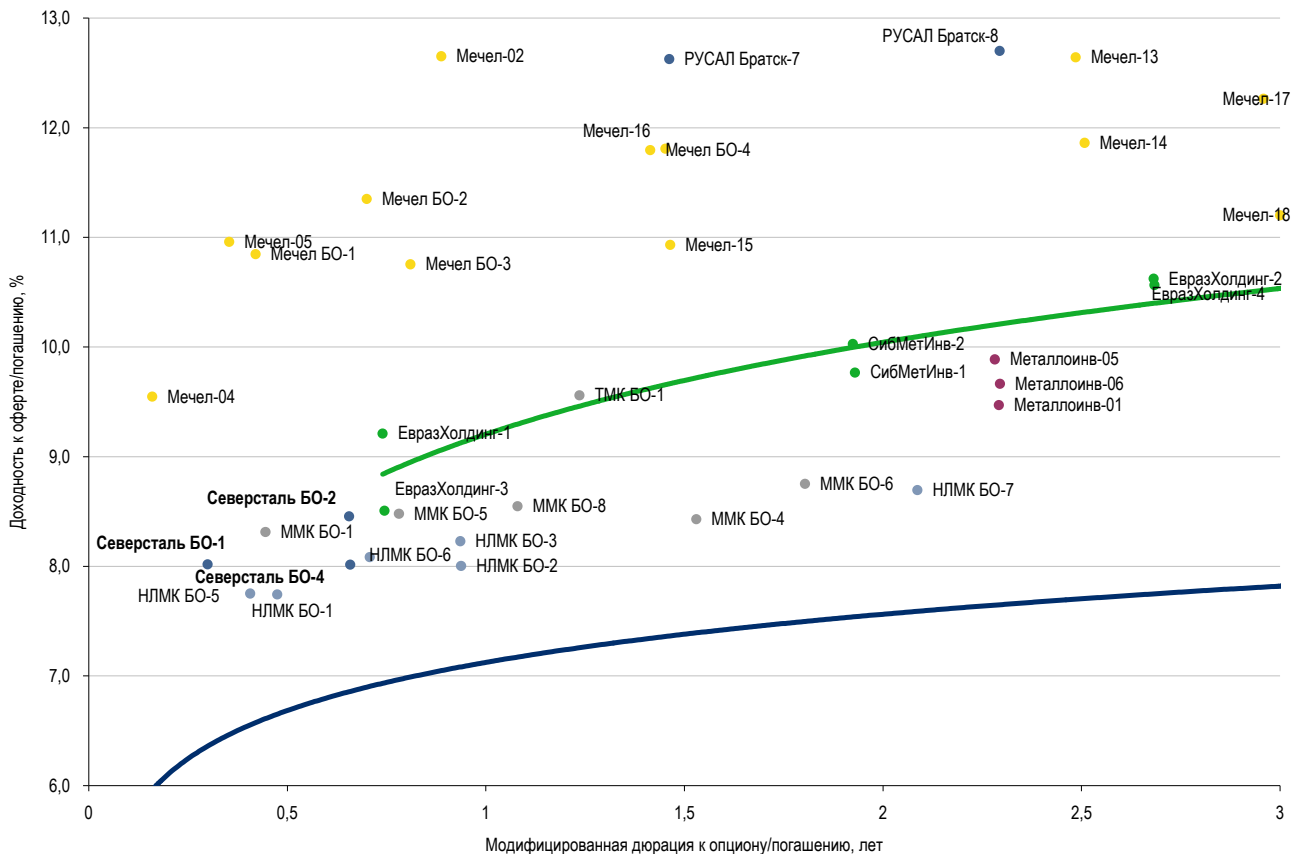
Опубликованы финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

сировать 1,1 млрд долл. долга, а в 2013 г. (на который приходятся пиковые выплаты) объем погашений запланирован на уровне 1,5 млрд долл. Несмотря на значительную величину долга к погашению, мы уверены, что компания не столкнется с трудностями при его рефинансировании – на балансе у Северстали числятся денежные средства в объеме 2,2 млрд долл., кроме того, компания имеет доступ к 882 млн долл. в виде невыбранных кредитных линий.

**Еврооблигации могут представлять интерес.** Опубликованная отчетность, на наш взгляд, носит нейтральный характер для обращающихся облигаций компании. Мы высоко оцениваем кредитное качество Северстали и не отмечаем серьезных рисков в части обслуживания долга, даже в случае продолжения умеренного ухудшения рыночной конъюнктуры. На рынке рублевых облигаций Северсталь представлена тремя выпусками с модифицированной дюрацией не более 0,7 года, что, по нашему мнению, лишает их спекулятивной привлекательности. Между тем бонды Северстали могут быть интересны для удержания до погашения ввиду достаточно высокого качества эмитента и привлекательной доходности. С момента нашей предыдущей рекомендации (выпущенной примерно месяц назад), спред еврооблигаций компании расширился на 50 б.п. по длинным выпускам (по более коротким – в пределах 30 б.п.), при этом их дисконт относительно сопоставимых по срочности евробондов Евраза увеличился до 140 б.п. С нашей точки зрения, это привлекательный уровень для покупки бумаг Евраза, в частности обоих выпусков EVRAZ'18. На более коротком участке кривой спред Евраза к Северстали составляет около 50 б.п., что, учитывая разницу в качестве кредитного профиля, делает бумаги Северстали более привлекательными.

### Рублевые облигации Северстали лишены спекулятивной привлекательности ввиду короткой дюрации

Рублевые облигации металлургических компаний по состоянию на 23.05.2012

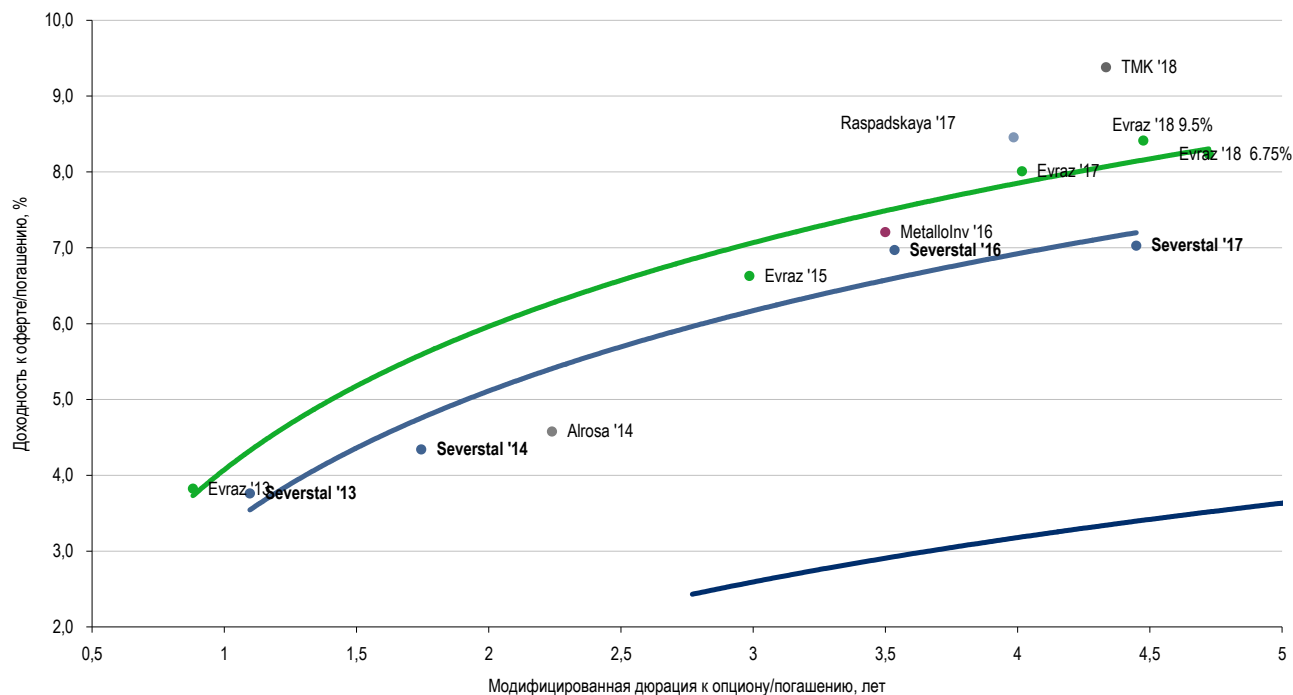


Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

См. карту доходностей еврооблигаций и таблицу на следующих страницах.

## Еврооблигации Северстали могут быть интересны на коротком конце кривой

Еврооблигации российских металлургических компаний по состоянию на 23.05.2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Апрель 19, 2012 г. Северсталь – Устойчивость кредитного профиля не подлежит сомнению. Высокие результаты 4 кв. и всего 2011 г.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120419\\_FI\\_Severstal\\_2011%20IFRS.pdf?docid=12805&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120419_FI_Severstal_2011%20IFRS.pdf?docid=12805&lang=ru)

Март 21, 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321\\_FI\\_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FI_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru)

Опубликованы финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

**Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов**

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы
<b>Химическая промышленность</b>											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
<b>Развитые страны</b>											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	-	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,8	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
<b>Развитые страны</b>											
	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	BBB+/A2/-	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
	-	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
	BB-/BB	4 467	1 645	36,8	810	1,5	3 003	1,8	1,3	2,6	0,4
	/B1/B+	2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
	B+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2011	-/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	-	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	B+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	B/B2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
<b>Химическая промышленность</b>											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012