

# Северсталь (Ba3/BB-/B+)

## интересуется долей в Распадской (B1/B+)

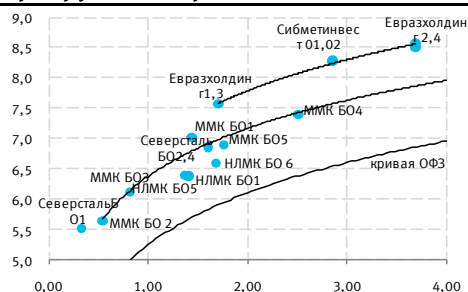
**Ольга Николаева**  
nikolaeva-o@open.ru

### Финансовые результаты группы Северсталь, МСФО

млн. долл.	2009	2010	1К11
Выручка	9 594	13 573	3 727
Операционная прибыль	859	2 504	741
EBITDA	1 587	3 264	934
Чистая Прибыль	(1 037)	(577)	531
Активы	19 644	19 328	17 321
Денежные средства	2 853	2 013	1 778
Финансовый долг	7 226	6 142	6 090
долгосрочный	5 748	4 720	4 463
краткосрочный	1 478	1 422	1 627
Чистый долг	4 373	4 129	4 312
Капитал	8 376	7 320	8 254
Рен-ть по EBITDA	16.6%	24.1%	25.1%
Рен-ть по чистой прибыли	-	-	14.3%
Финансовый долг/Активы	37%	32%	35%
Финансовый долг/EBITDA	4.5	1.9	1.6
Чистый долг/EBITDA	2.8	1.3	1.2
EBITDA/проценты	3.3	5.2	7.6
Капитал/Активы	43%	37.9%	48%

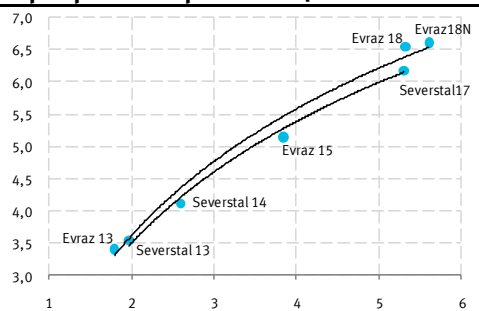
Источник: данные компании, банк Открытие

### Карта рублевого рынка



Источник: ММББ, банк Открытие

### Карта рынка еврооблигаций



Источник: Bloomberg, банк Открытие

**Новость:** По данным журнала Euroweek, Северсталь ведет переговоры с банками о привлечении синдицированного кредита объемом 5 \$ млрд. Вероятнее всего, средства компании необходимы для покупки 80%-ой доли в шахте Распадская. Согласно тому же источнику, возможная выдача ссуды состоится не ранее, чем через 3 месяца, что вполне совпадает с недавними комментариям менеджмента Евраз.

**Наш комментарий:** Слухи, о том, что среди претендентов на покупку Распадской начала фигурировать Северсталь, появились еще на прошлой неделе. Таким образом, по сути, новые новости не несут в себе какой-либо существенной дополнительной информации и на текущем этапе могут быть расценены нейтрально.

Заявления, касающиеся того, что собственники выставили Распадскую на продажу, появились еще в конце февраля. Хотя никаких дополнительных комментариев дано не было, в прессе муссировалась информация, что за 80%-ую долю в шахте продавцы хотят получить порядка 6 \$ млрд., т.е. запрашивают премию к рыночной стоимости пакета. Позже стало известно, что Мечел рассматривает возможность приобретения. Однако холдинг был готов предложить не более 2 \$ млрд., аргументируя это аварийным состоянием актива.

На наш взгляд, то, что Северсталь станет новым владельцем Распадской, выглядит более вероятным событием. Приобретение добывающего актива поможет еще сильнее укрепить вертикальную интеграцию компании. Что еще более важно, это позволит заметно оптимизировать структуру издержек: стоимость производства тонны угля на шахте Распадская существенно ниже, чем на имеющихся у Северстали площадках (27\$ за тонну по сравнению с 75 \$ у Воркутаугля).

С финансовой точки зрения сделка также смотрится более реалистичной. По итогам 1К11г., чистый долг Северстали составлял 4.3 \$ млрд., а соотношение Чистый Долг/EBITDA находилось на уровне 1.2x. Для сравнения, аналогичные метрики у Мечела в конце 2010 г. достигали 7.5 \$ млрд. и 3.6x. По нашим оценкам, в результате покупки, долговая нагрузка Северстали, вероятнее всего, немного превысит 2x в терминах Чистый Долг/EBITDA (с учетом того, что по итогам 2010 г., чистый долг Распадской был отрицательным). В тоже время мы достаточно скептически относимся к тому, что новости о завершении сделки появятся уже в сентябре, поэтому не спешим переоценивать наше восприятие кредитного профиля компании. Также не исключено, что по итогам переговоров, конечная цена окажется заметно ниже. Текущая капитализация Распадской составляет около 4.4 \$ млрд., что почти на четверть меньше значения на момент появления новостей о продаже компании.

Что же касается Евраз (B1/B+/BB-), который выступает продавцом 40%-ой доли в Распадской, то, как мы уже писали, сделка будет иметь по большей части положительное влияние на его кредитный профиль. Во-первых, снижение уровня вертикальной интеграции (без Распадской группа будет обеспечена углем на 62%), не окажет критического воздействия, поскольку и ранее сырье закупалось по рыночным ценам. Более того, полученные средства, Евраз вероятнее всего, направит на дальнейшее погашение задолженности, что, в свою очередь, должно спровоцировать положительную реакцию рейтинговых агентств. По итогам 1К11г., долговая нагрузка Евраз оценивалась в 2.4x в терминах Чистый Долг/EBITDA, в то время как компания стремится опустить этот показатель до 2x.

**Торговая рекомендация:** Новости о готовящемся привлечении масштабного кредита не вызвали заметного движения котировок в бумагах Северстали на рублевом рынке. Облигации компании торгуются сейчас с доходностью 5.52-6.86%, что соответствуем уровням ММК и, на наш взгляд, выглядит справедливо. На рынке еврооблигаций длинный выпуск Северстали вчера оказался под давлением, потеряв чуть более фигуры. В тоже время, частично это падение можно связать с общерыночным трендом - длинные бумаги Евраз вчера просели на 60 бп. В результате, спрэд между кривыми Евраз и Северстали на длинном конце сузился до 32 бп. Нам по-прежнему нравятся выпуски Евраз 18 и new Евраз 18, которые сохраняют потенциал к сокращению спрэдов (справедливую премию Евраз над Северсталью мы оцениваем в 20 бп.).

**Банк «Открытие»**

Адрес: 105064, Россия, Москва, Яковлевопостольский переулок, 12/1  
Тел.: +7 (495) 777 5656  
Факс: +7 (495) 777 5614  
E-mail: [otkritie.research@open.ru](mailto:otkritie.research@open.ru)  
[www.openbank.ru](http://www.openbank.ru)  
Bloomberg: OTKR

**АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ****UNITED KINGDOM**

Otkritie Securities Limited  
12th Floor, 88 Wood Street,  
London, EC2V 7RS, UK.  
Tel.: +44 (0) 207 82 68200  
Fax: +44 (0) 207 82 68201  
E-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
Authorised And Regulated By The Financial  
Services Authority  
Member of The London Stock Exchange and  
APCIMS

**CYPRUS**

Otkritie Finance (Cyprus) Limited  
42, Leoforos Amathountos,  
Milioi Building, office No.2, Agios Tychonas,  
4532 Limassol, Cyprus  
Tel.: +357 (25) 431456  
Fax: +357 (25) 431457  
E-mail: [infocypus@open.ru](mailto:infocypus@open.ru)  
[www.otkritiefinance.com.cy](http://www.otkritiefinance.com.cy)

**GERMANY**

Otkritie Securities Limited  
OpenTurm, Bockenheimer Landstrasse 2-4,  
Frankfurt am Main, 60306, Deutschland  
Tel.: +49 69 667 74 8156  
Fax: +49 69 667 74 8158  
E-mail: [otkritie-frankfurt@open.ru](mailto:otkritie-frankfurt@open.ru)  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)

**ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ +7 (495) 777 5656**

**Алексей Сергеев**  
Руководитель департамента  
[sergeev-a@open.ru](mailto:sergeev-a@open.ru)

**Джордж Урумов**  
Руководитель департамента  
[urumov@Otkritie.com](mailto:urumov@Otkritie.com)

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ +7 (495) 777 5656**

**Александр Бурганский**  
Начальник аналитического департамента  
[burgansky@open.ru](mailto:burgansky@open.ru)  
+7 (495) 213 1825

**УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ +7 (495) 777 56 56**

**Рональд Солберг**  
Начальник департамента  
+44 20 7826 8259  
[ronald.solberg@otkritie.com](mailto:ronald.solberg@otkritie.com)

**Стратегия**  
**Брюс Гудвин (Кредитный анализ)**  
[bruce.goodwin@otkritie.com](mailto:bruce.goodwin@otkritie.com)  
+44 20 7826 8265

**Вадим Соболевский**  
(Суверенные и местные рынки)  
+44 20 7826 8211  
[vadim.sobolevski@otkritie.com](mailto:vadim.sobolevski@otkritie.com)

**Евгений Воробьев**  
(Рублевые облигации)  
[vorobiev@open.ru](mailto:vorobiev@open.ru), доб. 4331

**Еврооблигации**  
**Дмитрий Поляков**  
[nargiz.sadykhova@otkritie.com](mailto:nargiz.sadykhova@otkritie.com)  
+44 20 7826 8268

**Наргиз Садыкова**  
[nargiz.sadykhova@otkritie.com](mailto:nargiz.sadykhova@otkritie.com)  
+44 20 7826 8268

**Рублевые облигации**

**Александр Афонин**  
[afonin@open.ru](mailto:afonin@open.ru), доб. 4309

**Ольга Николаева**  
[nikolaeva-o@open.ru](mailto:nikolaeva-o@open.ru), доб. 4397

**Количественный анализ**

**Гарт Весселс**  
+44 20 7826 8255  
[gareth.wessels@otkritie.com](mailto:gareth.wessels@otkritie.com)

**Искандер Абдуллаев**  
[abdullaev@open.ru](mailto:abdullaev@open.ru), доб. 4300

**Том Спенсер**  
+44 20 7826 8254  
[tom.spencer@otkritie.com](mailto:tom.spencer@otkritie.com)

**УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Михаил Хазан**  
Начальник управления  
+7 (495) 234 44 09  
[khazan@open.ru](mailto:khazan@open.ru)

**Антон Кихаев**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 234 05 96  
[kikhaev@open.ru](mailto:kikhaev@open.ru)

**Денис Голубничий**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 777 56 03  
[golden@open.ru](mailto:golden@open.ru)

**Дмитрий Дергачев**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 11  
[dergachev@open.ru](mailto:dergachev@open.ru)

**Сухроб Бабаджанов**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 07  
[sukhrob@open.ru](mailto:sukhrob@open.ru)

**Дарья Грищенко**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 13  
[grischenko@open.ru](mailto:grischenko@open.ru)

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ**

**Alessandro Gherzi**  
Начальник управления  
+44 (0) 207 826 8278  
[Alessandro.Gherzi@otkritie.com](mailto:Alessandro.Gherzi@otkritie.com)

**Alisa Mujagic**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8277  
[Alisa.Mujagic@otkritie.com](mailto:Alisa.Mujagic@otkritie.com)

**Anna Vasilevska**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8234  
[anna.vasilevska@otkritie.com](mailto:anna.vasilevska@otkritie.com)

**Jamil Mufti**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8275  
[Jamil.Mufti@otkritie.com](mailto:Jamil.Mufti@otkritie.com)

**Melton Plummer**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 20 7826 8248  
[Melton.Plummer@otkritie.com](mailto:Melton.Plummer@otkritie.com)

**Nipun Ramaiya**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8276  
[Nipun.Ramaiya@otkritie.com](mailto:Nipun.Ramaiya@otkritie.com)

**ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК +7 (495) 777 56 56**

**Дмитрий Барков**  
Директор по работе с эмитентами  
доб. 4314  
[barkov@open.ru](mailto:barkov@open.ru)

**Ростислав Кулак**  
Директор по работе с эмитентами  
доб. 4373  
[kulak@open.ru](mailto:kulak@open.ru)

**Шаген Бахшиян**  
Директор по работе с эмитентами  
доб. 4315  
[shagen@open.ru](mailto:shagen@open.ru)

**Роберт Смакаев**  
Начальник управления  
организации эмиссий  
доб. 4417  
[smakaev@open.ru](mailto:smakaev@open.ru)

**ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Банк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Банк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Банк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Банк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.