

Вадим Ведерников, vva@ufs-federation.com

Северсталь показала высокую устойчивость кредитного профиля, ждем роста спроса на евробонды компании.

Операционные и финансовые результаты

Во вторник компания «Северсталь» представила ожидаемо слабую отчетность за 4 квартал и весь 2012 год, как со стороны финансовых показателей, так и в разрезе кредитных метрик эмитента, что стало отражением низких цен на металлы в мире.

По итогам 2012 года выручка компании снизилась на 10,8% до \$14,1 млрд, показав сокращение в 4 квартале на 13,2% до уровня в \$3,12 млрд.

Вместе с сокращением выручки в России регионом-лидером по снижению этого показателя в 4 квартале стала Северная Америка, где проводилась реструктуризация активов объемом в \$101 млн. Тем не менее, по итогам всего 2012 года выручка компании в Северной Америке выросла на 5,8% до \$4,1 млрд.

Показатель EBITDA компании по итогам всего 2012 года сократился на 40,9% до \$2,1 млрд, уменьшившись за 4 квартал на 36,4% до \$347 млн. При этом, в основе большего падения показателя EBITDA по сравнению с сокращением выручки лежит тенденция общего снижения цен на металлы в мире и сезонный фактор роста доли себестоимости продукции в выручке.

В результате уровень рентабельности по EBITDA компании в 2012 году сократился более чем на треть до 15,0% с отметки 22,7% годом ранее, причем в разрезе 4 квартала показатель снизился и вовсе до 11,1% с отметки в 15,2% в 3 квартале.

Чистая прибыль компании по итогам 2012 года сократилась на 62,6% до \$762 млн с \$2,0 млрд годом ранее, чему в некоторой степени способствовали убытки в \$150 млн, полученные компанией в связи со списаниями стоимости активов в Северной Америке и на фоне снижения показателя гудвилл.

Финансовые результаты, млн. долл

	2011	2012
Выручка	15 812	14 104
ЕБИТДА	3 584	2 119
Чистая прибыль	2 174	820
Финансовый долг	5 976	5 710
Чистый долг	4 113	3 983

Основные коэффициенты

	2011	2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,2	0,2
Чистый долг/ЕБИТДА	1,1	1,9
Рентабельность по ЕБИТДА, %	22,7%	15,0%

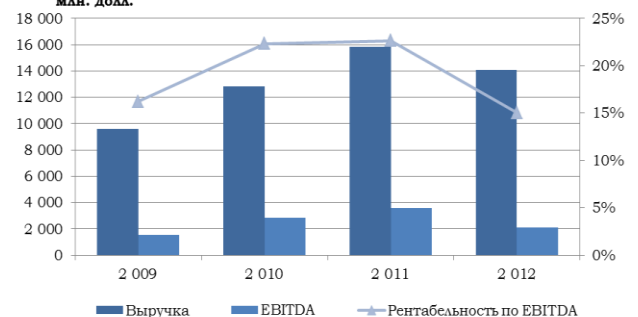
Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BB+	Ba1	BB

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Северсталь-13	103,47	0,66
Северсталь-14	108,342	1,61
Северсталь-16	108,36	3,73
Северсталь-17	110,383	4,3
Северсталь-22	102,899	5,55

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА
млн. долл.



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Чистый денежный поток компании сократился в 2012 году на 25,6% до \$422 млн в результате более резкого уменьшения притока средств от операционной деятельности (на 32% до \$1,75 млрд) в сравнении с темпами снижения капитальных затрат (на 17% до \$1,34 млрд).

Сокращение почти на треть притока средств от операционной деятельности было вызвано падением на 57% до \$1,25 млрд показателя прибыли компании до налогообложения.

Отметим, что сокращение свободного денежного потока не является критичным в случае более быстрых темпов уменьшения капитальных затрат, однако при более медленных темпах их снижения такая динамика может найти негативное отражение в общем кредитном качестве эмитента.

На фоне слабой конъюнктуры рынка «Северсталь» в январе текущего года отказалась от планов по увеличению капитальных затрат, решив оставить их в 2013 году на уровне прошлого года в размере \$1,3 миллиарда.

Мы ожидаем, что в этой связи и чистый приток средств от операционной деятельности компании в 2013 году не будет иметь ярко выраженных шансов на существенный рост. Мы ждем сохранения величины свободного денежного потока в этом году на уровне в \$350–400 млн.

Кредитный профиль

На фоне падения по итогам 2012 года показателей выручки «Северстали», уровня EBITDA и сокращения чистого денежного потока кредитный профиль эмитента немного ухудшился.

Отметим, что хотя чистый долг компании по итогам 2012 года и показал сокращение на 3% до уровня \$3,99 млрд относительно 2011 года, его отношение к EBITDA существенно выросло, составив 1,9 в сравнении с уровнем в 1,1 годом ранее.

Кроме того, временная структура долга также немного ухудшилась, поскольку доля краткосрочного долга, составившего к концу года \$1,38 млрд, в общей сумме долгов компании оказалась равной 24%, тогда как годом ранее этот показатель был равен 20%.

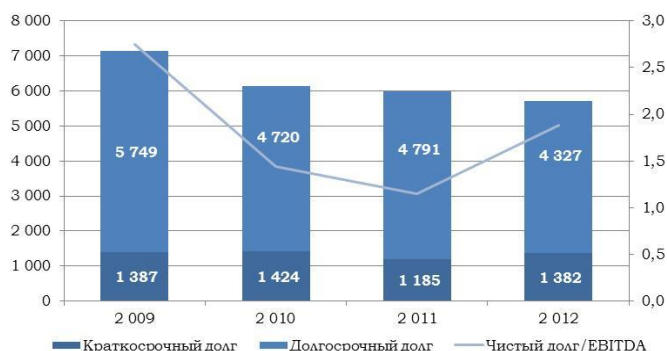
Тем не менее, несмотря на негативное влияние снижения чистого денежного потока и отношения чистого долга к EBITDA на кредитный профиль эмитента, у компании остается достаточно резервов, чтобы ее кредитные качества оставались на относительно высоком уровне.

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, \$ млн.



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Отметим, что в июле этого года компании предстоит погашение долга по еврооблигациям в размере \$1,25 млрд, что, наряду с необходимостью погасить другие краткосрочные обязательства, означает высокую вероятность выхода компании в ближайшие месяцы на рынок евробондов для рефинансирования долга.

В этой связи стоит сказать, что высокая вероятность сохранения величины свободного денежного потока компании в 2013 году на уровне прошлого года позволяет сделать предположение о том, что «Северсталь» не будет наращивать общий уровень долговой нагрузки в 2013 году.

В пользу этого говорит и существенный рост отношения чистого долга к EBITDA, дальнейшее увеличение которого менеджментом компании представляется нам маловероятным.

Стоит отметить также, что по итогам 2012 года «Северсталь» сохранила возможность погасить все краткосрочные обязательства наличностью на счетах. Это еще один позитивный для кредитных метрик эмитента фактор.

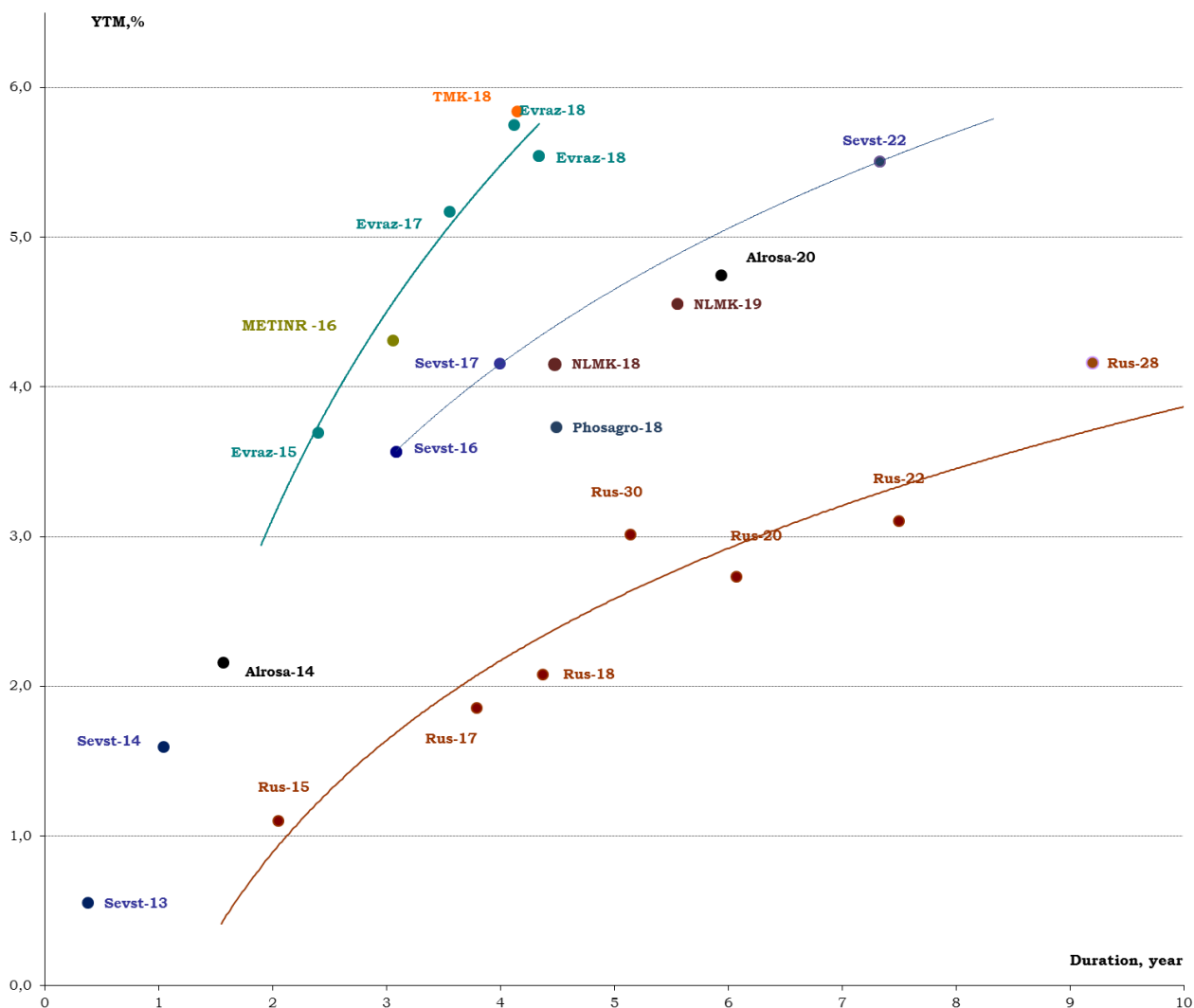
Таким образом, мы считаем, что кредитный профиль компании, с учетом сложившихся на рынке металлов условий, продолжает выглядеть значительно лучше большинства других эмитентов отрасли.

Мы ожидаем, что результаты компании за 2012 год в среднесрочной перспективе могут найти слабо негативное отражение в ценах наиболее дальнего выпуска еврооблигаций компании Северсталь-22 за счет его повышенной чувствительности к перспективам изменений кредитных метрик эмитента.

Тем не менее, еврооблигации компании с меньшим сроком до погашения, в частности выпуск Северсталь-17, на наш взгляд, по-прежнему сохраняют привлекательность с позиции среднесрочного инвестирования и являются надежным источником получения фиксированного дохода в иностранной валюте.



Еврооблигации металлургического сектора на 6 марта 2013 года



Предыдущие публикации по Северстали:

[Северсталь: ожидаемо слабые результаты за 3 квартал. Нейтрально смотрим на евробонды эмитента](#)

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Департамент Аналитики

Павел Василяди Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Дмитрий Назаров Главный аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 nds@ufs-federation.com
Анна Милостнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Елена Селезнева Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 evs@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 73 05 him@ufs-federation.com
Алексей Куц FI Sales and Trading	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Трейдер	Тел. +7 (495) 781 73 04 pnv@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 05 kim@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 32 02

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 «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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 «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 «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «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 «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательство 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 «Ю Эф Эс Финанс». ООО «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

