

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com
Северсталь: ожидаемо слабые результаты за 3 квартал. Нейтрально смотрим на евробонды эмитента
Операционные и финансовые результаты

На днях Северсталь представила относительно слабую отчетность за 3 квартал и 9 месяцев 2012 года. В целом финансовые результаты свидетельствуют о спаде в отрасли, который вызван замедлением мировой экономики.

В 3 квартале выручка сократилась на 3,4% кв/кв, составив \$3,59 млрд. В годовом выражении спад выручки за 9 месяцев оказался еще выше: за первые 3 квартала 2012 года Северсталь заработала \$11,0 млрд., что на 9,1% ниже чем годом ранее. Снижение выручки в 3 квартале вызвано падением доходов международного дивизиона – Severstal International - на (-14,4% кв/кв) и сегмента добычи – Severstal Resource (-6,5% кв/кв).

Показатель EBITDA за квартал упал на 17,8%, составив \$664 млн., а по итогам 9 месяцев показатель EBITDA рухнул на 37,1%, достигнув около \$1,8 млрд. И вновь основными факторами падения EBITDA стало падение операционной прибыли иностранного дивизиона и сегмента добычи. В результате, марже EBITDA сократилась за квартал на 2,7 п.п. до 15,2%. Заметим, что российский дивизион в 3 квартале показал рост выручки (+2,0%) и EBITDA (+5,6%).

В целом данные оказались довольно предсказуемыми, учитывая операционные результаты компании за 3 квартал. Так, продажи российского дивизиона в прошедшем квартале выросли: объем горячекатаной стали увеличился на 13,0%, стального проката – на 18%. В Северной Америке за этот же период продажи горячекатаной стали сократились на 11,0%. При этом, и в России и Северной Америке наблюдалось падение цен из-за слабого спроса. Существенное снижение показали цены и спрос в угольном сегменте.

Финансовые результаты, млн. долл

	9М 2011	9М 2012
Выручка	12 085	10 988
ЕБИТДА	2 817	1 772
Финансовый долг	6 207	5 726
Чистый долг	4 213	3 605

Основные коэффициенты

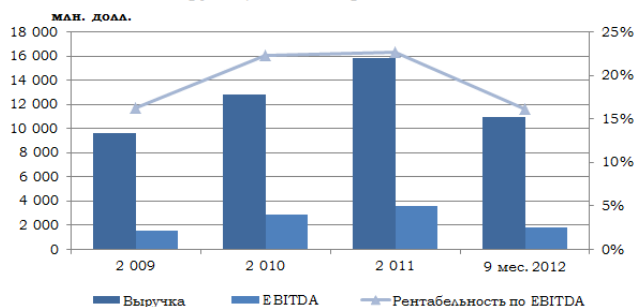
	9М 2011	9М 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,2	0,3
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2	1,4
Рентабельность по ЕБИТДА, %	23,3%	16,1%

Кредитный рейтинг

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

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Северсталь-13	105,7	1,95
Северсталь-14	109,9	2,5
Северсталь-16	105,00	4,9
Северсталь-17	105,7	5,5
Северсталь-22	98	6,25

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА


Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Чистая прибыль компании по итогам 3 квартала составила \$333 млн., почти половину которой составляют «бумажная прибыль» по курсовым разницам – \$152 млн. По итогам 9 месяцев падение чистой прибыли составило почти 43,0%, а показатель достиг \$962 млн.

Несмотря на падение чистой прибыли, чистый денежный поток в 3 кв. составил \$602 млн., увеличившись на 29,0% относительно предыдущего квартала. Во многом этому помогло существенное высвобождение оборотного капитала, с начала года объем оборотного капитала снизился на 11,0%. Слабый спрос и падающие цены вынудили компанию скорректировать инвестиционную программу на 11,0% до \$330,0 млн. В результате, свободный денежный поток составил \$272 млн., увеличившись более чем в 2,5 раза. В целом улучшение свободного денежного потока и своевременная корректировка инвестиционной программы в довольно сложных условиях на рынке металлов, подтверждает высокое качество менеджмента компании.

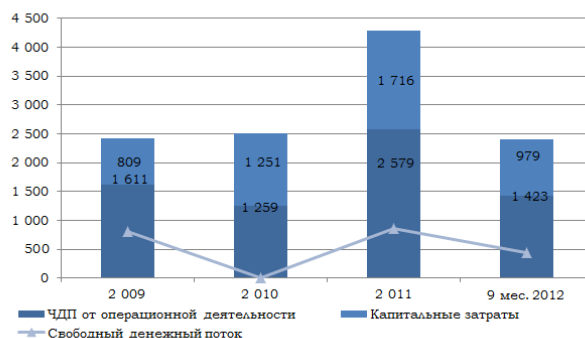
По оценкам Северстали 4 квартал будет также слабым ввиду падения спроса на металлопродукцию в России. Драйверов для роста цен пока также не видно. Ожидаем дальнейшего падения выручки и EBITDA компании.

Кредитный профиль и ликвидность

В связи с падением выручки и EBITDA кредитный профиль немного ухудшился, хотя объем долга почти не изменился и составил \$5,7 млрд. Долг/EBITDA вырос до 2,2 (1,9 кварталом ранее), а чистый долг/EBITDA увеличился до 1,4. Впрочем, это все еще ниже установленного самой компанией уровня в 1,5. Временная структура долга также немного ухудшилась – доля краткосрочного долга в общей сумме долга составила 34% (28% - кварталом ранее).

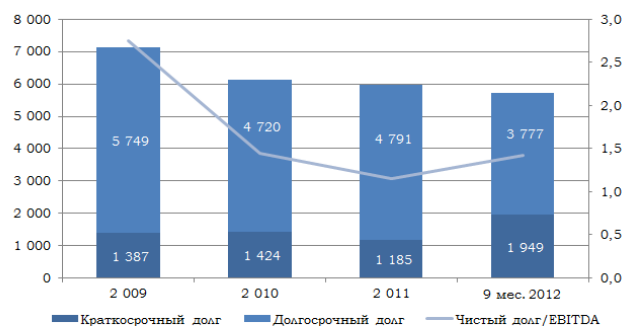
Тем не менее, пока кредитный профиль большинства других российских металлургических компаний. Главным плюсом является очень высокая ликвидность баланса. Уже упомянутый рост свободного денежного потока привел к увеличению «кэша» на 9,1% до \$ 2,1 млрд. и он полностью покрывает объем краткосрочного долга (\$1,95 млрд.). Помимо огромной «подушки ликвидности» у Северстали остается \$910 млн. одобренных, но невыбранных кредитных линий.

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



Источник: данные компании, расчеты UFSIC

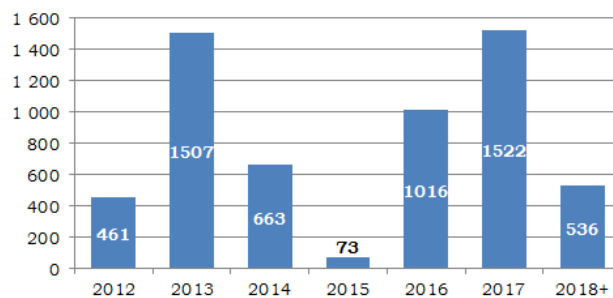
Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFSIC

Северстали выглядит значительно лучше

График погашения долга, \$ млн.



Источник: данные компании



Кроме того, напомним, что уже после отчетной даты, в октябре, компания заняла \$750,0 млн. на 10 лет, разместив евробонды. Заметим, что за 3 года – с 2013 по 2015 общий объем погашений пока составляет \$2,24 млрд. Таким образом, мы уверены, что в ближайшие 3 года риск невыплаты по публичному долгу компании – минимален.

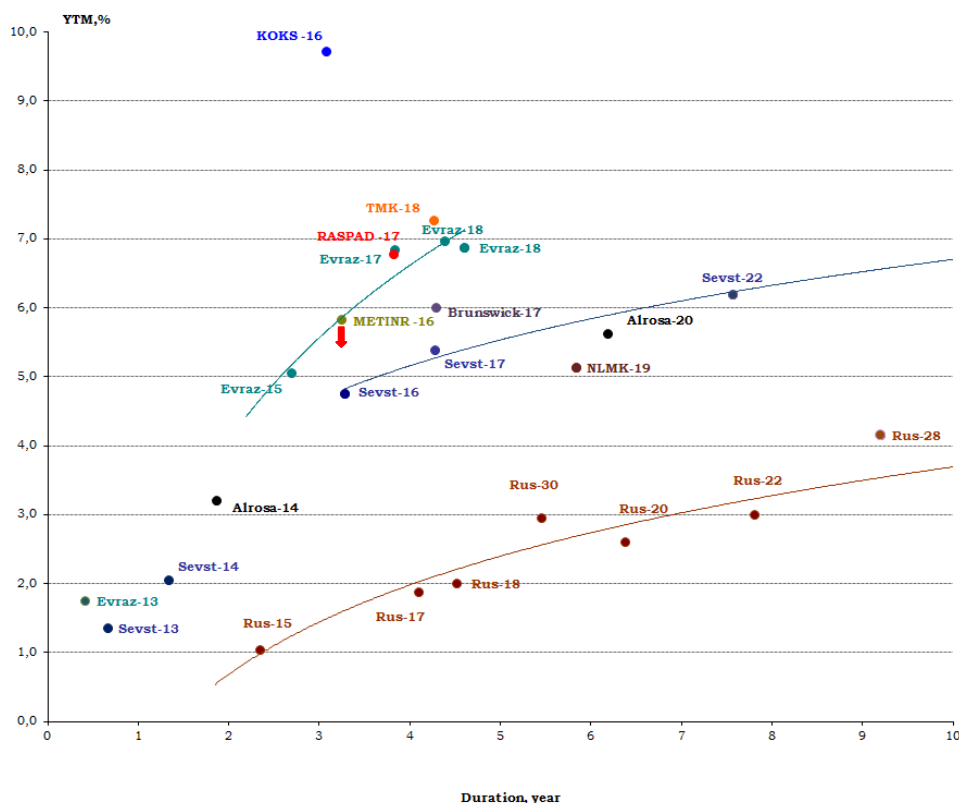
Впрочем, в связи с дальнейшим падением показателя EBITDA, коэффициенты покрытия долга продолжат ухудшаться, до конца года мы не исключаем достижения показателя Чистый долг/EBITDA до 1,6-1,7.

Евробонды компании оценены справедливо

Сейчас выпуски Северстали торгуются с премией к суверенным евробондам России в районе 320-340 б.п., что в целом справедливо. Впрочем, в последние дни, когда на рынке евробондов преобладала коррекция, доходность бумаг Северстали выросла в среднем на 70-80 б.п. Позитивный внешний фон может вернуть котировки евробондов к ценовым максимумам, которые наблюдались две недели назад.

Разумеется, в связи с очевидно плохой ситуацией в отрасли и ожидаемым ухудшением кредитного профиля всех металлургических компаний, мы не видим внутренних драйверов роста в бумагах Северстали. В металлургическом секторе мы по-прежнему отдаем предпочтение выпуску Металлоинвест-16.

Еврооблигации металлургического сектора на 19 ноября 2012 года



Предыдущие публикации по Северстали:

[Комментарий к отчетности Северстали по МСФО за 2011 год](#)

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



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Хомяков Илья Маркович

Куц Алексей Михайлович

Полторанов Николай Владимирович

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тел. +7 (495) 781 73 01

Тел. +7 (495) 781 73 04

Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Балакирев Илья Андреевич

Козлов Алексей Александрович

Назаров Дмитрий Сергеевич

Королева Виктория Сергеевна

Милостнова Анна Валентиновна

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 73 06

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «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 «ИК «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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств 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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

