

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Северсталь»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты:

- ✓ Благодаря позитивной рыночной конъюнктуре на рынке металлов, Северсталь в 1 кв. 2011 года продолжила демонстрировать улучшение финансовых результатов от операционной деятельности;
- ✓ В 1 кв. 2011 года выручка увеличилась на 35,9% относительно 1 кв. 2010 года и составила \$3 727,2 млн.;
- ✓ Показатель EBITDA увеличился почти на 60,0% и достиг уровня в \$930,0 млн.;
- ✓ Выросла и операционная рентабельность, которая составила около 25,0%;
- ✓ В 2010 году эмитент смог существенно уменьшить свою долговую нагрузку. По итогам 1 кв. 2011 года финансовый долг снизился до \$6 090,0 млн.;
- ✓ За счет увеличения денежных потоков от операционной деятельности улучшились и кредитные метрики: чистый долг/EBITDA сократился до 1,16;
- ✓ В начале 2011 года Северсталь продала часть своих убыточных американских активов, что также позитивно сказалось на консолидированных показателях Группы;
- ✓ Все выше сказанное нашло свое отражение в действиях рейтинговых агентств: в середине июня 2011 года Standard & Poor's и Moody's повысили рейтинг Северстали на одну ступень до BB и Ba2 соответственно;
- ✓ Северсталь может получить значительную кредитную поддержку от Правительства США на \$730 млн. для модернизации принадлежащего ей завода в США, о чем было заявлено на прошлой неделе.

Параметр выпуска:

Серия	Северсталь-16
Объем размещения	TBD
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению (по информации организаторов),%	6-6,25
Доходность к погашению (оценка UFS),%	6,15-6,25
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	BB/Ba2/BB-

Финансовые показатели ОАО «Северсталь», млн. долл. (по МСФО)

Показатели	2008	2009	2010	Изм. 2010/2009	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2011/1 кв. 2010
Выручка	16 065,8	9 593,9	13 573,3	41,5%	2 741,8	3 727,2	35,9%
Операционная прибыль	3 982,5	859,2	2 504,2	191,5%	407,8	741,2	81,8%
EBITDA	4820,3	1557	3217,2	106,6%	582,9	930,0	59,5%
Процентные расходы	397,9	478,5	630,8	31,8%	185,3	122,6	-33,8%
Активы	22 513,9	19 643,9	19 328,5	-1,6%	19 341,0	17 321,1	-10,4%
Финансовый долг	8 265,9	7 226,9	6 142,1	-15,0%	6 604,0	6 090,1	-7,8%
Краткосрочный долг	2 038,7	1 478,3	1 422,3	-3,8%	1 104,0	1 626,5	47,3%
Долгосрочный долг	6 227,2	5 748,6	4 719,8	-17,9%	5 500,0	4 463,6	-18,8%
Денежные средства	2 652,9	2 853,4	2 012,7	-29,5%	2 233,0	1 778,2	-20,4%
Чистый долг	5 613,0	4 373,5	4 129,4	-5,6%	4 371,0	4 311,9	-1,4%
Коэффициенты							
Долг/активы	0,37	0,37	0,32	5 б.п.	0,34	0,35	1 б.п.
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,25	0,20	0,23	-24 б.п.	0,17	0,27	10 б.п.
Финансовый долг/EBITDA	1,71	4,64	1,91	-243 б.п.	2,83	1,64	-119 б.п.
Чистый долг/EBITDA	1,16	2,81	1,28	-259 б.п.	1,87	1,16	-71 б.п.
EBITDA/проценты	12,11	3,25	5,10	226 б.п.	3,15	7,59	444 б.п.
Рентабельность по EBITDA	30,0%	16,2%	23,7%	5,3 п.п.	21,3%	25,0%	3,7 п.п.

Источник: данные компании, расчеты UFS

Оценка выпуска



Сегодня ОАО «Северсталь» объявила об открытии книги заявок на приобретение еврооблигаций. Напомним, на прошлой неделе эмитент проводил роуд-шоу выпуска, но из-за плохой конъюнктуры на рынках был вынужден отложить займ. Кроме этого, одновременно с Северсталью с дебютным займом на рынок вышел еще один крупнейший металлургический холдинг России – ОАО «Металлоинвест». Вероятно, большой навес предложения на первичном рынке эмитентов одного сектора заставил Северсталь перенести размещение до более удачного момента.

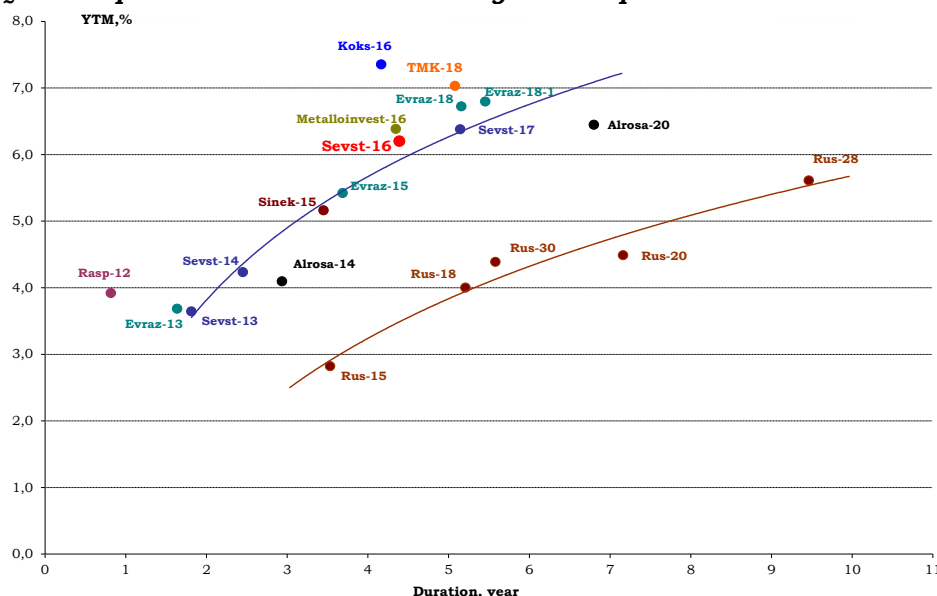
	Северсталь	Металлоинвест	Евраз
Кредитный рейтинг	-/Ba3/BB-	BB/Ba2/BB-	B+/B2/BB-
Выручка	3 727	2 488	3 894
ЕБИТДА	930	933	740
Финансовый долг	6 090	4 180	7 809
Чистый долг	4 312	3 805	7 180
Чистый долг/ЕБИТДА	1,16	1,02	2,7
Рентабельность по ЕБИТДА	25,0%	37,5%	19,0%

Источник: данные компаний, расчеты UFS

Сегодня, после нескольких дней падения, большая часть фондовых рынков торгуется в «плюсе». На фоне дорожающей нефти растут и российские евробонды, что способствует успешному размещению заявленного займа. С другой стороны, напряженность вокруг европейского долгового кризиса не спадает. В преддверии саммита ЕС в четверг инвесторы предпочитают уходить в «качество», продавая рискованные активы. Поэтому, несмотря на временный отскок рынков сегодня, внешний фон по-прежнему остается негативный. Это приведет к тому, что Северстали, для успешного размещения, вероятно, придется предложить премию к рынку. Напомним, что премия по еврооблигациям Металлоинвеста при размещении составила в районе 30-40 б.п. к справедливому уровню доходности с учетом премии за дебют.

Мы полагаем, что в размещении Северсталь-16 будет интересно участвовать, если эмитент предложит премию в районе 20-30 б.п. к своему справедливому уровню, который мы оцениваем в 5,95-6,0% годовых. Таким образом, мы рекомендуем участвовать в размещении ближе к «верхней» границы макетируемого диапазона по доходности 6,15-6,25% годовых. Эта доходность дает дисконт к Металлоинвест-16 на уровне 10 б.п., говоря о неценности последнего. Так, по итогам 1 кв. 2011 года финансовые метрики Металлоинвеста выглядят немного лучше, чем Северстали. Поэтому выпуски с одинаковой дюрацией должны торговаться примерно по одной доходности.

Оценка справедливой доходности выпуска Северсталь-16 на 19 июля 2011 года.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. 7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Влдимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тл. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

