

**23 апреля 2012**
**Долговой рынок**
**Комментарий к отчетности Северстали по МСФО за 2011 год**

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- ОАО Северсталь – одна из крупнейших в мире вертикально интегрированных сталелитейных и горнодобывающих компаний с активами в России и в мире;
- Северсталь включает в себя три дивизиона: Северсталь Российская сталь, Северсталь Интернэшнл, Северсталь Ресурс;
- Выручка Северстали по итогам 2011 года показала рост на уровне 15% - до \$15,6 млрд;
- Показатель EBITDA за прошлый год составил \$3,6 млрд;
- Чистая прибыль за 2011 год составила \$2,2 млрд;
- Компания имеет низкую долговую нагрузку: по итогам 2011 года значение показателя Финансовый долг/EBITDA составило 1,7х, Чистый долг/EBITDA 1,2х.

**Кредитный профиль**

Долговая нагрузка Северстали остается на одном из самых низких уровней в металлургической отрасли России.

По итогам прошлого года финансовый долг составил около \$6 млрд, что сопоставимо с уровнем 2010 года. Чистый долг также не показал роста или снижения, его абсолютное значение составило на конец 2011 года \$4 млрд. Временная структура долга сохраняется на комфортном уровне: доля долгосрочного долга составляет 80%.

Структура долга предусматривает погашение порядка около \$1,2 млрд в 2012 году, из которых 15 млрд рублей приходится на погашение рублевого выпуска в сентябре текущего года.

Коэффициент Финансовый долг/EBITDA у Северстали на конец 2011 года составил 1,7х, показатель Чистый долг/EBITDA – 1,1х.

Капитальные затраты в 2011 году равнялись \$1,7 млрд, что существенно ниже уровня ЧДП (около \$2,6 млрд). Значение показателя ЧДП показало рост более чем в 2 раза. Таким образом, свободный денежный поток Северстали остается на высоком уровне – \$863 млн.

**Финансовые результаты, млн долл.**

	2010	2011
Выручка	13 511	15 573
ЕБИТДА	3 217	3 564
Финансовый долг	6 143	5 976
Чистый долг	4 131	4 113

**Основные коэффициенты**

	2010	2011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,23	0,20
Чистый долг/EBITDA	1,28	1,15
Рентабельность по EBITDA, %	23,8%	22,9%

**Кредитный рейтинг**

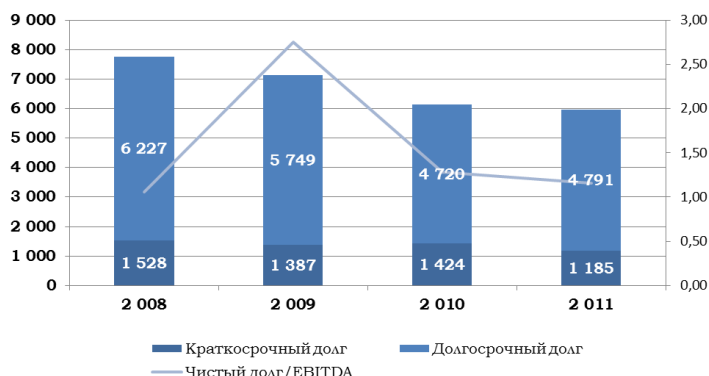
Moody's	S&P	Fitch
Ba2	BB	BB-

**Еврооблигации**

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Северсталь, 2013 (LNP)	107,95	3,24
Северсталь, 2014 (LNP)	109,53	4,21
Северсталь, 2016 (LNP)	100,83	6,49
Северсталь, 2017 (LNP)	99,81	6,27

**Рублевые облигации**

Северсталь БО-1	100,01	7,59
Северсталь БО-2	101,55	7,9
Северсталь БО-4	101,69	7,72

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


Источник: данные компании, расчеты UFS



На 2012 год инвестиционная программа Северстали оценивается примерно в \$1,67 млрд, что сопоставимо с объемами инвестиций прошлого года. Таким образом, мы полагаем, что инвестпрограмма текущего года будет профинансирована за счет денежного потока от операционной деятельности.

Ликвидность компании мы оцениваем как высокую. Объем денежных средств на конец прошлого года составил \$1,9 млрд. таким образом, компания способна обслуживать свои банковские кредиты и выпущенные долговые обязательства.

### Финансовые результаты

В конце прошлого года произошло выделение из Северстали золотодобывающего бизнеса компании Nordgold. Данный факт нашел отражение в снижении рентабельности годового показателя EBITDA.

Так, рентабельность EBITDA по итогам 2011 года составила 23%, что на 2 п.п. ниже значения за 9М прошлого года. При этом уровень рентабельности Северстали по-прежнему остается на высоком уровне.

Согласно пресс-релизу компании, выручка Северстали в 4 кв. прошлого года составила \$3,7 млрд, что на 18% ниже уровня 3кв. 2011 года.

EBITDA за последние три месяца 2011 года составила \$767 млн против \$1 млрд в 3 кв. прошлого года. Несмотря на это компания смогла показать рост чистой прибыли по итогам 4 кв. 2011 года по сравнению с 3 кв. 2011 года на 8%.

Стоит отметить, что за 2011 год выручка Северстали показала рост 23% - до \$15,8 млрд, рост показателя EBITDA - 25% (около \$3,6 млрд). Значение чистой прибыли от продолжающейся деятельности за прошлый год составило порядка \$2 млрд, а с учетом прибыли от прекращающейся деятельности - \$2,2 млрд. В целом мы позитивно оцениваем финансовые результаты Северстали. Позитивное влияние результаты деятельности компании оказал рост на рынках стали и улучшение ценовой конъюнктуры на рынках сырья.

### Долговые обязательства компании Рублевые облигации

Северсталь на рублевом долговом рынке представлена довольно скудно. В настоящее время на рублевом долговом рынке в обращении находятся три биржевых выпуска облигаций совокупным объемом 30 млрд рублей (параметры займов см. в таблице ниже). Один из выпусков: бумаги серии БО-1 номинальным объемом 15 млрд рублей, погашается в сентябре текущего года.

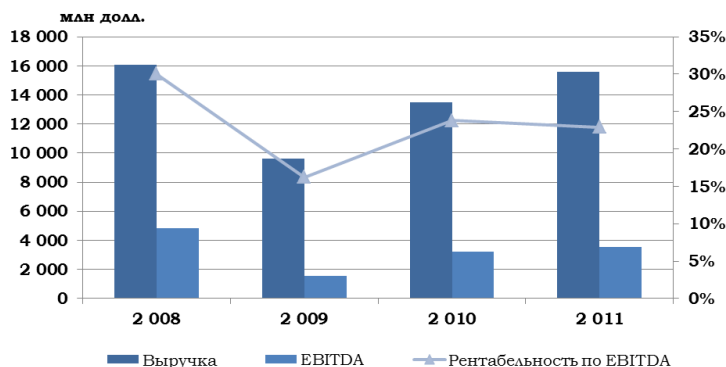
Бумаги Северстали торгуются примерно на одном уровне с рублевыми выпусками **НАМК** (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-), хотя компания НАМК имеет кредитный рейтинг на две ступени выше по сравнению со Северсталью. При этом долговая нагрузка НАМК выше по сравнению с Северсталью: по итогам 2011 года коэффициент Чистый долг/EBITDA НАМК

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



Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

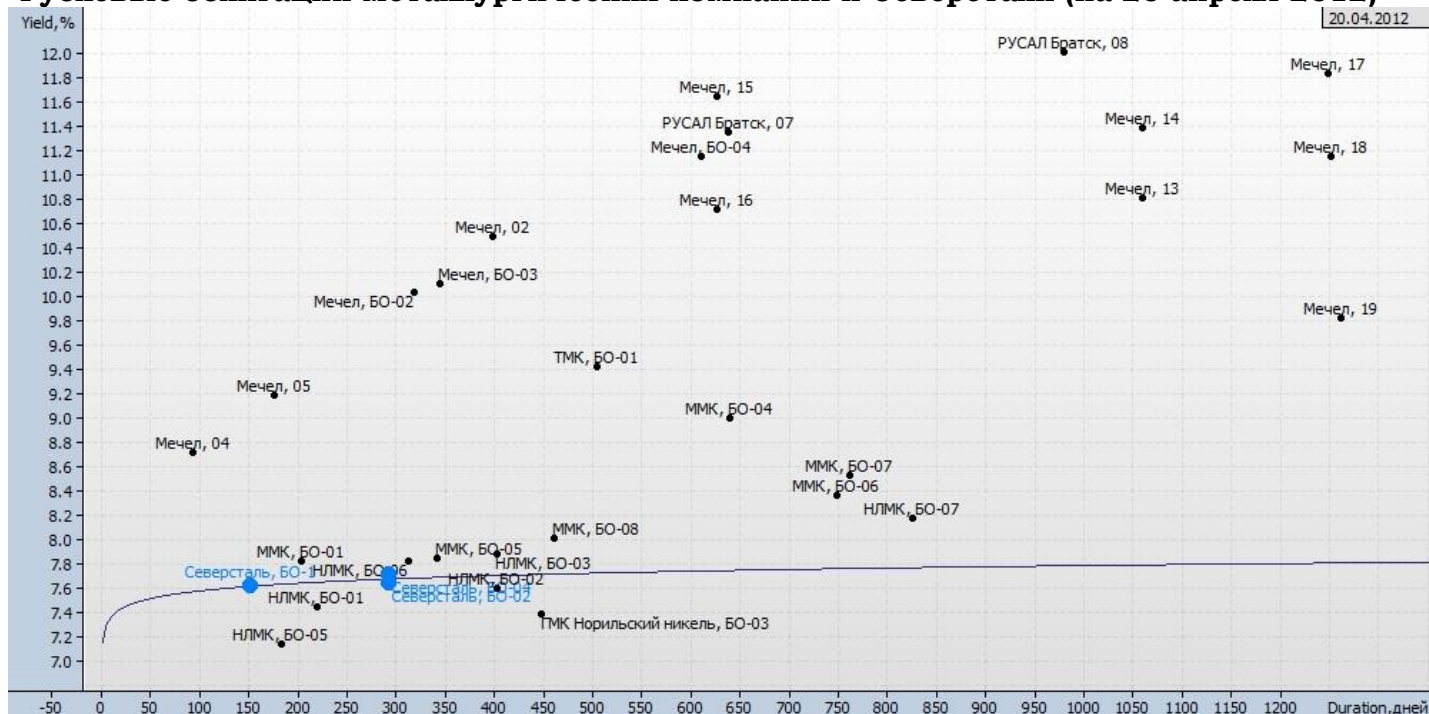


был равен 1,5х. Учитывая низкую долговую нагрузку Северстали, мы не исключаем возможного повышения рейтинга компании в обозримом будущем. На ожиданиях этого можно покупать выпуски БО-2 и БО-4.

Название выпуска	Объем эмиссии, млн рублей	Дата погашения	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая доходность, % годовых	Текущая цена, % от номинала
Северсталь БО-1	15 000	18.09.2012	7,5	7,59	100,01
Северсталь БО-2	10 000	15.02.2013	9,75	7,9	101,55
Северсталь БО-4	5 000	15.02.2013	9,75	7,72	101,69

Источник: данные Cbonds, QuoteTerminal, расчеты UFS

### Рублевые облигации металлургических компаний и Северстали (на 20 апреля 2012)



### Еврооблигации

На рынке евробондов в обращении находятся четыре выпуска Северстали. На коротком участке кривой евробонды Северстали-13 предлагают доходность выше, чем евробонды Евраз (Ва3/В+/ВВ-) с погашением в 2013 году, хотя обе компании имеют сходные кредитные рейтинги. При этом финансовые метрики по долгу у Северстали выглядят лучше, чем у Евраз (соотношение Чистый долг/ЕВITDA у последней в 2011 году – 2,2х). Исходя из этого, короткие бумаги Северстали могут быть интересны с точки зрения стратегии «buy&hold».

На длинном конце кривой доходности, нам напротив интересны евробонды Евраз, в частности выпуск Евраз-17 и Евраз-18, спрэд которых к кривой доходности Северстали составляет около 100 б.п. Мы полагаем, что справедливое значение спрэда должно составлять 50-60 б.п. Таким образом, потенциал роста цен в указанных выпусках составляет порядка 1,0%.

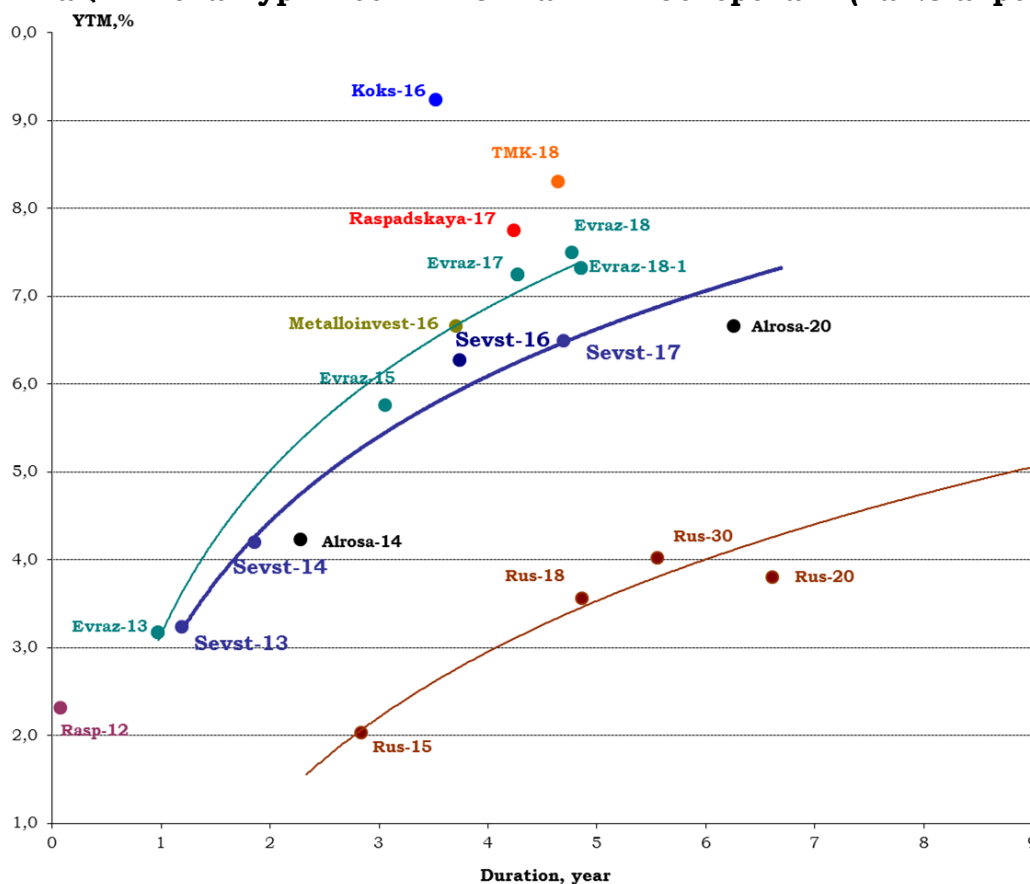


Название выпуска	Объем эмиссии, млн долл.	Дата погашения	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая доходность, % годовых	Текущая цена, % от номинала
Северсталь, 2013 (LNP)	1250*	29.07.2013	9,75	3,24	107,95
Северсталь, 2014 (LNP)	375	19.04.2014	9,25	4,21	109,53
Северсталь, 2016 (LNP)	500	26.07.2016	6,25	6,49	100,83
Северсталь, 2017 (LNP)	1 000	25.10.2017	6,7	6,27	99,81

\* - в сентябре 2010 года было выкуплено бумаг на 670 млн долл., в обращении 580 млн долл.

Источник: данные Cbonds, Bloomberg, расчеты UFS

### Еврооблигации металлургических компаний и Северстали (на 23 апреля 2012)



## Приложение

Показатели, \$ млн.	2 008	2 009	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
Выручка	16 066	9 594	3 096	7 292	11 322	13 511	3 702	7 990	12 882	15 573
Операционная прибыль	3 982,5	859,2	297,7	1 025,7	1 571,0	2 504,2	741,2	1 627,1	2 549	2 917
ЕБИТДА	4 820	1 557	494	1 417	2 160	3 217	930	2 034	3 164	3 564
Процентные расходы	398	478	195	324	456	631	123	246	371	436
Чистая прибыль	2 061,9	-1 100,2	-777,9	-566,6	-178,2	-515,0	570,4	1 207,7	463,0	2 173,7
ЧДП от операционной деятельности	3 434	1 611	284	132	827	1 259	220	715	1 634	2 579
Капитальные затраты	1 720	809	206	503	872	1 251	361	807	1 407	1 716
Свободный денежный поток	1 714	802	78	-370	-45	8	-141	-92	228	863
Активы	22 514	19 644	19 341	18 771	19 713	19 329	17 321	18 161	17 485	17 910
Финансовый долг	7 756	7 136	6 517	6 408	5 987	6 143	5 587	5 550	6 207	5 976
Краткосрочный долг	1 528	1 387	1 018	1 105	977	1 424	1 123	1 169	1 536	1 185
Долгосрочный долг	6 227	5 749	5 500	5 303	5 010	4 720	4 464	4 381	4 671	4 791
Денежные средства	2 653	2 853	2 233	1 840	2 055	2 013	1 778	1 714	1 995	1 864
Чистый долг	5 103	4 282	4 284	4 568	3 932	4 131	3 809	3 836	4 213	4 113

Показатели	2 008	2 009	1 кв. 2010	1П 2010	9 мес. 2010	2 010	1 кв. 2011	1П 2011	9 мес. 2011	2 011
<b>Коэффициенты</b>										
Финансовый долг/активы	0,34	0,36	0,34	0,34	0,30	0,32	0,32	0,31	0,36	0,33
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,20	0,19	0,16	0,17	0,16	0,23	0,20	0,21	0,25	0,20
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,61	4,58	3,30	2,26	2,08	1,91	1,53	1,45	1,47	1,68
Чистый долг/ЕБИТДА	1,06	2,75	2,17	1,61	1,37	1,28	1,04	1,00	1,00	1,15
ЕБИТДА/проценты	12,11	3,25	2,53	4,38	4,73	5,10	7,59	8,26	8,52	8,17
Рентабельность по ЕБИТДА	30,0%	16,2%	15,9%	19,4%	19,1%	23,8%	25,1%	25,5%	24,6%	22,9%

Источник: данные компании, расчеты UFS

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



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

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

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

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

