

Северсталь

Ничего неожиданного

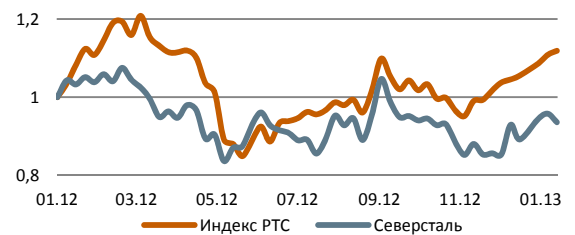
Ключевые моменты

- Северсталь снизила производство стали в 4К12 на 5% кв/кв до 3,58 млн т, а продажи стальной продукции на 14% кв/кв до 3,27 млн т. При этом средние цены реализации стальной продукции практически не изменились. Судя по всему, трейдеры предпочли снизить объемы отгрузки стали и при этом удержать цены от снижения, что, на наш взгляд, явилось весьма разумным шагом. Негативным моментом в данном подходе стало то, что доля Северстали на внутреннем рынке снизилась с 27% годом ранее до 21% в 4К12, поскольку ММК и НЛМК провели более агрессивную ценовую политику и увеличили свою долю до 35% (+7% г/г) и 22% (+2% г/г) соответственно.
- Объемы реализации металлургического сырья (коксующиеся угли и железная руда) в 4К12 в целом остались неизменными, однако цены реализации снизились на 5-15% кв/кв и почти на треть в годовом выражении — на 27-32%. В целом результат горнодобывающего подразделения повторил общеотраслевую тенденцию.
- На наш взгляд, столь значительное ухудшение результатов не было неожиданным. Еще в конце 3 кв. 2012 г. менеджмент Северстали предупреждал об ожидаемом ухудшении конъюнктуры к концу года. Мы полагаем, что финансовые и производственные результаты Северстали за 4 кв. 2012 г. могут смутить участников рынков, однако хотели бы отметить улучшение ситуации в металлургии в 1 кв. 2013 г.: экспортные цены на стальную продукцию выросли на 5-10%. При этом в Азии конъюнктура на рынке стали и железной руды начала улучшаться уже в начале 4 кв. 2012 г. Так что есть смысл сфокусироваться на ожиданиях, а не на событиях прошлого.
- Руководствуясь операционными результатами отчетного квартала, мы понизили наш прогноз выручки Северстали по итогам 2012 г. на 0,7% до **13,34 млрд долл.**, а EBITDA до **2,21 млрд долл.** Наш прогноз выручки 2013 г. составляет 15,34 млрд долл., а EBITDA — 2,43 млрд долл.
- Мы обновили оценку фундаментальной стоимости Северстали с использованием метода DCF и понизили целевую цену с 15 долл. до **14,7 долл.** за акцию, сохранив при этом рекомендацию «**ПОКУПАТЬ**».

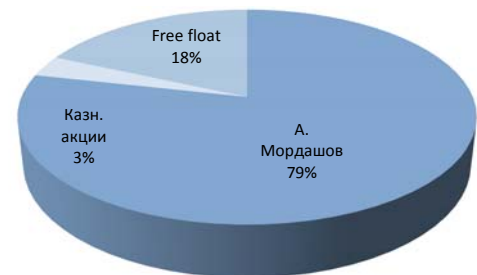
Цель: \$14,7 (+17%), ПОКУПАТЬ

Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru

Динамика цены акций компании относительно индекса



Акционеры



Информация о компании

| | |
|--|---------------|
| Код RTS | CHMF |
| Цена обычн. акции, долл. | 12,60 |
| Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.) | 11,00 / 15,23 |
| Целевая цена акции на конец года (об.), долл. | 14,73 |
| Потенциал роста (об.), % | 17 |
| Количество акций, млн шт. | 837,7 |
| Рыночная капитализация, млн долл. | 10 550 |
| EV, млн долл. | 14 255 |

Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

| | 2011 | 2012 (п) | 2013 (п) |
|-------------------------------------|--------|----------|----------|
| Выручка, млн долл. | 15 812 | 13 337 | 15 338 |
| ЕБИТДА, млн долл. | 3 582 | 2 207 | 2 434 |
| Чистая прибыль, млн долл. | 2 035 | 840 | 986 |
| Рентабельность по ЕБИТДА, % | 22,7 | 16,5 | 15,9 |
| Рентабельность по чистой прибыли, % | 12,9 | 6,3 | 6,4 |
| EV / S | 0,90 | 1,07 | 0,93 |
| EV / ЕБИТДА | 4,0 | 6,5 | 5,9 |
| P / E | 4,9 | 9,7 | 8,4 |
| ROIC, % | 21,3 | 9,2 | 9,3 |
| ROE, % | 29 | 9 | 9 |



Финансовая модель и оценка Северстали, млн долл.

| | 2011 | 2012П | 2013П | 2014П | | 2011 | 2012П | 2013П | 2014П | | | | |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|--|------|--------------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | WACC | | | | | | | | |
| Выручка | 15 812 | 13 337 | 15 338 | 16 104 | Безрисковая ставка, % | | 5,5 | 5,6 | 5,6 | | | | |
| Операционные расходы | (13 524) | (11 130) | (12 904) | (13 031) | Систематический риск рынка акций, % | | 5,0 | 5,0 | 5,0 | | | | |
| ЕБИТДА | 3 582 | 2 207 | 2 434 | 3 074 | Beta leveraged | | 1,0 | 1,0 | 1,0 | | | | |
| Амортизация | (647) | (740) | (747) | (819) | Специфический риск риск компании (ao), % | | 1,0 | 1,0 | 1,0 | | | | |
| ЕБИТ | 2 936 | 1 467 | 1 687 | 2 255 | Стоимость акционерного капитала (ao), % | | 11,5 | 11,6 | 11,6 | | | | |
| Разовые статьи | 211 | 0 | 0 | 0 | Специфический риск компании (долг), % | | 0,4 | 0,4 | 0,4 | | | | |
| Процентные расходы | (436) | (345) | (324) | (328) | Премия за финансовое состояние, % | | 0,4 | 0,4 | 0,4 | | | | |
| Неоперационные доходы/расходы | (34) | (80) | (92) | (96) | Стоимость долга, % | | 6,0 | 6,0 | 6,0 | | | | |
| Прибыль до налогообложения | 2 466 | 1 043 | 1 272 | 1 831 | Налог на прибыль, % | | 18,9 | 25,0 | 24,5 | | | | |
| Налог на прибыль | (466) | (198) | (276) | (448) | WACC, % | | 9,3 | 9,3 | 9,4 | | | | |
| Доля меньшинства | (139) | (5) | (9) | (16) | Свободный денежный поток | | | | | | | | |
| Чистая прибыль | 2 035 | 840 | 986 | 1 367 | НОПАТ | | 2 387 | 1 203 | 1 340 | 1 726 | | | |
| Баланс | | | | | Дивиденды по прив. акциям | | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |
| Долгосрочные активы | 8 980 | 8 853 | 10 028 | 10 391 | Амортизация | | 647 | 740 | 747 | 819 | | | |
| Основные средства и НМА | 7 463 | 7 463 | 8 583 | 9 012 | Капитальные затраты | | (1 609) | (740) | (1 866) | (1 248) | | | |
| Прочие долгосрочные активы | 1 517 | 1 389 | 1 445 | 1 379 | Изменение чистого оборотного капитала | | 130 | 2 469 | 638 | 176 | | | |
| Краткосрочные активы | 8 930 | 8 967 | 9 971 | 10 284 | Свободный денежный поток | | 2 914 | (921) | (328) | 1 200 | | | |
| Оборотные активы | 7 066 | 6 829 | 7 489 | 7 651 | Ставка дисконтирования, % | | | 9,3 | 9,3 | 9,4 | | | |
| Краткосрочные инвестиции | 0 | 0 | 0 | 0 | Коэффициент дисконтирования | | | 0,00 | 1,00 | 0,91 | | | |
| Денежные средства | 1 864 | 2 137 | 2 483 | 2 633 | Дисконтированный свободный денежный поток | | | | (328) | 1 097 | | | |
| Итого активы | 17 910 | 17 820 | 19 999 | 20 675 | Оценка стоимости обыкновенных акций | | | | | | | | |
| Средства акционеров | 7 067 | 9 864 | 11 397 | 11 856 | Ставка роста в постпрогнозный период, % | | | 3,0% | | | | | |
| Акционерный капитал | 6 679 | 9 510 | 10 963 | 11 369 | Дисконтированная сумма денежного потока (+) | | | | 4 127 | | | | |
| Доля меньшинства | 388 | 354 | 434 | 487 | Дисконтированная продленная стоимость (+) | | | | 10 152 | | | | |
| Долгосрочные обязательства | 5 473 | 4 961 | 5 127 | 5 199 | Стоимость бизнеса компании | | | | 14 280 | | | | |
| Долгосрочные займы | 4 791 | 3 944 | 3 944 | 3 944 | Стоимость чистого долга (-) | | | | (3 426) | | | | |
| Прочие долгосрочные обязательства | 682 | 1 018 | 1 183 | 1 255 | Доля миноритарных акционеров (-) | | | | (167) | | | | |
| Краткосрочные обязательства | 5 370 | 2 994 | 3 476 | 3 620 | Текущая стоимость акционерного капитала | | | | 10 687 | | | | |
| Краткосрочные займы | 1 185 | 1 242 | 1 357 | 1 364 | Фундаментальная стоимость ao на конец 2013 г. | | | | 12 343 | | | | |
| Оборотные обязательства | 4 184 | 1 752 | 2 119 | 2 256 | Целевая цена акции, долл. / акция | | | | 14,7 | | | | |
| Итого обязательства и средства акционеров | 17 910 | 17 820 | 19 999 | 20 675 | Чувствительность оценки, % | | | | | | | | |
| Движение денежных средств | | | | | TGR | WACC | -3,0 | -2,0 | -1,0 | тек. | +1,0 | +2,0 | +3,0 |
| Основная деятельность | 2 201 | (314) | 1 686 | 2 285 | -2,0 | | 40 | 13 | -7 | -22 | -34 | -44 | -52 |
| Чистая прибыль | 2 035 | 840 | 986 | 1 367 | -1,0 | | 68 | 32 | 6 | -12 | -27 | -38 | -47 |
| Амортизация | 647 | 740 | 747 | 819 | тек. | | 111 | 58 | 24 | 0 | -18 | -31 | -42 |
| Изменение оборотного капитала | (279) | (2 195) | (292) | (26) | +1,0 | | 187 | 99 | 49 | 17 | -6 | -23 | -36 |
| Прочее | (202) | 302 | 245 | 125 | +2,0 | | 351 | 170 | 88 | 40 | 10 | -12 | -28 |
| Инвестиционная деятельность | (588) | (613) | (1 922) | (1 182) | Рыночные мультипликаторы, 1x | | | | | | | | |
| Приобретение внеоборотных активов | (1 609) | (740) | (1 866) | (1 248) | EV / Sales | | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | | | |
| Приобретение/продажа дочерних компаний | | | | | EV / EBITDA | | 3,6 | 5,9 | 5,3 | 4,2 | | | |
| Прочее | 1 021 | 127 | (56) | 66 | EV / EBIT | | 4,4 | 8,9 | 7,7 | 5,8 | | | |
| Финансовая деятельность | (169) | 1 200 | 581 | (953) | P / E | | 4,6 | 11,1 | 9,4 | 6,8 | | | |
| Изменение долга | (170) | (791) | 115 | 8 | P / BV | | 1,3 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | | | |
| Изменение акционерного капитала | 0 | 0 | 0 | 0 | EV / FCF | | 4,5 | отр. | отр. | 10,8 | | | |
| Выплата дивидендов | 0 | 0 | (247) | (342) | EPS | | 2,4 | 1,0 | 1,2 | 1,6 | | | |
| Прочее | 1 | 1 991 | 713 | (619) | | | | | | | | | |
| Изменение денежных средств | 1 443 | 274 | 346 | 150 | | | | | | | | | |
| Коэффициенты | | | | | | | | | | | | | |
| Рентабельность по ЕБИТДА, % | 22,7 | 16,5 | 15,9 | 19,1 | | | | | | | | | |
| Рентабельность по чистой прибыли, % | 12,9 | 6,3 | 6,4 | 8,5 | | | | | | | | | |
| ЕБИТДА / процентные расходы, 1x | 8,2 | 6,4 | 7,5 | 9,4 | | | | | | | | | |
| Инвестиции / выручка, % | 10,2 | 5,5 | 12,2 | 7,7 | | | | | | | | | |
| ROE, % | 28,8 | 8,5 | 8,7 | 11,5 | | | | | | | | | |
| ROIC, % | 21,3 | 9,2 | 9,3 | 11,7 | | | | | | | | | |
| Долг/ЕБИТДА | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 1,7 | | | | | | | | | |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 0,9 | | | | | | | | | |
| Долг/собственный капитал | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | | | | | | | | | |

Источник: Данные компании. Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций
Александр Антипов
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP - клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов
Корпоративные клиенты
AValitov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua
