

Северсталь

Стойкий металлург

Ключевые моменты

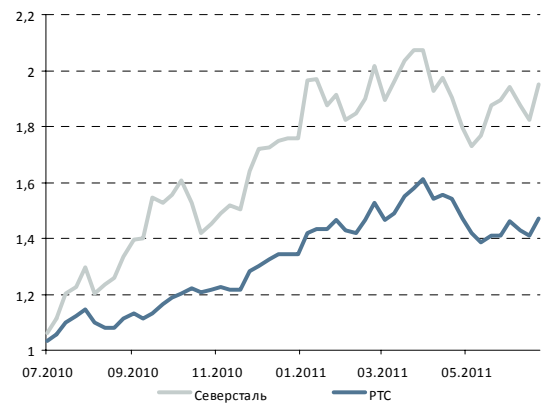
- Мы возобновляем покрытие акций Северстали, крупнейшей российской вертикально-интегрированной компании черной металлургии. Оценка акций с использованием метода DCF показала справедливую стоимость акций 18,2 долл. за акцию, а использование сравнительной оценки 26,0 долл. за акцию. Результатам, полученным с использованием доходного и сравнительного подхода, был присвоен равный вес – по 50%. Таким образом, нами была определена целевая цена акции Северстали 22,07 долл. за акцию и потенциал роста цены 17,6% – рекомендация «ПОКУПАТЬ»
- Вертикальная интегрированность Северстали позволяет металлургическому сегменту быть защищенным от резкого взлета цен на металлургическое сырье благодаря полной самообеспеченности производства коксующимися углями и железной рудой.
- Возможность падения цен на металлургическое сырье создает риск для добывающего подразделения Северстали, которое генерирует до половины EBITDA группы. Стихийные бедствия в Австралии привели к взлету цен на коксующиеся угли и железную руду в 1 полугодии. Высокие цены на угли и руду привели к росту добычи на менее рентабельных месторождениях и падению импорта коксующегося угля в Китай на 44% г/г. Уже сейчас в РФ в контрактах на ЗК11 российские металлурги добиваются снижения цен на коксующийся уголь на 10-20% по отношению ко 2К10. Свой вклад в давление на цены металлургического сырья вносит и снижение спроса на стальной прокат после землетрясения в Японии. На наш взгляд, главный фактор, сдерживающий снижение цен на спотовом рынке в настоящее время – это забастовка шахтеров BHP Billiton в Австралии.
- Северсталь интересуется угольными активами в России и развивающихся странах – Монголии и Мозамбике и железорудным месторождением в Бразилии. По данным Ведомостей, Северсталь также рассматривает вариант покупки Распадской и начала поиск средств на ее приобретение. Предыдущие покупки Северстали оказались неудачными и, в купе с мировым кредитным кризисом, столкнули группу в зону убыточности на два года. Остается только надеяться, что менеджмент компании извлек урок из предыдущих неудачных приобретений и новые покупки приведут к росту стоимости группы.
- Северсталь в 1К11 показала рекордную рентабельность по EBITDA – 25% (предыдущий максимум был в 2007 г. – 24,1%). Во многом это связано с продажей убыточных американских заводов и перевода Luccini в статью «Активы, предназначенные для продажи», после чего финансовые результаты этих подразделений прекратили свое негативное влияние на результаты группы.
- Компания ограничена в возможности повышать цены на внутреннем рынке РФ: попытка повышения цен в январе 2011 г. на стальной прокат для Автоваза привела к вмешательству в конфликт госслужб и членов правительства РФ. Итогом стало то, что Северстали пришлось сократить поставки металлопроката Автовазу вчетверо. Мы ожидаем, что в текущем году Северсталь сохранит рентабельность по чистой прибыли российского металлургического сегмента на уровне 10%.

Цель: 22,07 долл. (+17,6%), ПОКУПАТЬ

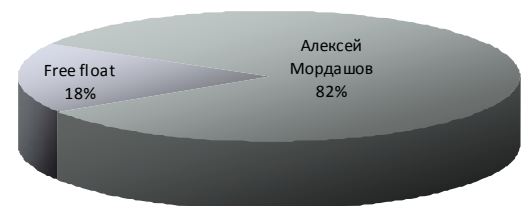
Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Акционеры



Информация о компании

Код RTS	СНMF
Цена обычн. акции, долл.	18,77
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	11,01 / 21,41
Целевая цена акции на конец года (об.), долл.	22,07
Потенциал роста (об.), %	17,6
Количество акций, млн шт.	1007,7
Рыночная капитализация, млн долл.	18 896
EV, млн долл.	23 444

Финансовые показатели и коэффициенты

	2010	2011 (П)	2012 (П)
Выручка, млн долл.	13 573	19 032	23 998
EBITDA, млн долл.	3 349	4 820	6 198
Чистая прибыль, млн долл.	-577	2 584	3 533
Рентабельность по EBITDA, %	24,7	25,3	25,8
Рентабельность по чистой прибыли, %	отр.	13,6	14,7
EV / S	1,73	1,23	0,98
EV / EBITDA	7,0	4,9	3,8
P / E	8,9	5,8	4,4
ROIC, %	17,0	24,0	29,7
ROE, %	отр.	25	28



Финансовая модель и оценка компании, млн долл.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П		2010	2011П	2012П	2013П	2014П																																																	
Отчет о прибылях и убытках						WACC																																																						
Выручка	13 573	19 032	23 998	24 827	25 048	Безрисковая ставка, %			5,5	5,6	5,6																																																	
Операционные расходы	(11 650)	(14 212)	(17 800)	(17 995)	(17 518)	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0																																																	
EBITDA	3 349	4 820	6 198	6 831	7 530	Beta leveraged			1,1	1,1	1,1																																																	
Амортизация	(713)	(794)	(886)	(959)	(1 029)	Специфический риск компании (ao), %			0,7	0,7	0,7																																																	
EBIT	2 636	4 026	5 312	5 873	6 501	Стоимость акционерного капитала (ao), %			11,7	11,7	11,6																																																	
Разовые статьи	(1 942)	0	0	0	0	Специфический риск компании (долг), %			0,3	0,3	0,3																																																	
Процентные расходы	(631)	(336)	(271)	(250)	(248)	Премия за финансовое состояние, %			0,3	0,3	0,3																																																	
Неоперационные доходы/расходы	(154)	(114)	(143)	(148)	(150)	Стоимость долга, %			5,9	5,9	5,9																																																	
Прибыль до налогообложения	1 851	3 576	4 897	5 475	6 103	Налог на прибыль, %			27,3	27,3	27,3																																																	
Налог на прибыль	(487)	(979)	(1 339)	(1 495)	(1 664)	WACC, %			9,9	9,9	9,9																																																	
Доля меньшинства	(62)	(12)	(25)	(38)	(53)	Свободный денежный поток																																																						
Чистая прибыль	(577)	2 584	3 533	3 942	4 387	НОРАТ	1 983	2 954	3 898	4 310	4 770																																																	
Баланс						Дивиденды по прив. акциям	0	0	0	0	0																																																	
Долгосрочные активы	9 761	10 361	10 896	10 894	10 732	Амортизация	713	794	886	959	1 029																																																	
Основные средства и НМА	7 352	8 239	8 488	8 632	8 675	Капитальные затраты	(2 089)	(1 682)	(1 135)	(1 103)	(1 072)																																																	
Прочие долгосрочные активы	2 409	2 122	2 408	2 262	2 056	Изменение чистого оборотного капитала	(1 151)	1 407	1 535	295	96																																																	
Краткосрочные активы	9 567	8 365	10 673	11 134	11 285	Свободный денежный поток	1 841	2 300	1 764	1 177	1 319																																																	
Оборотные активы	7 555	5 479	6 953	7 201	7 233	Ставка дисконтирования, %			9,9	9,9	9,9																																																	
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	Коэффициент дисконтирования			0,91	0,83	0,75																																																	
Денежные средства	2 013	2 886	3 720	3 932	4 052	Дисконтированный свободный денежный поток			1 605	974	994																																																	
Итого активы	19 329	18 727	21 569	22 028	22 016	Оценка стоимости обыкновенных акций																																																						
Средства акционеров	7 320	10 324	12 677	12 870	12 778	Ставка роста в постпрогнозный период, %			3,0%																																																			
Акционерный капитал	7 010	9 988	12 251	12 393	12 261	Дисконтированная сумма денежного потока (+)			9 474																																																			
Доля меньшинства	310	335	426	477	517	Дисконтированная продленная стоимость (+)			10 588																																																			
Долгосрочные обязательства	5 654	4 736	4 289	4 399	4 465	Стоимость бизнеса компании			20 062																																																			
Долгосрочные займы	4 720	3 389	2 542	2 542	2 542	Стоимость чистого долга (-)			(4 540)																																																			
Прочие долгосрочные обязательства	934	1 348	1 747	1 857	1 924	Доля миноритарных акционеров (-)			(160)																																																			
Краткосрочные обязательства	6 355	3 667	4 603	4 759	4 773	Текущая стоимость акционерного капитала			15 362																																																			
Краткосрочные займы	1 422	1 343	1 506	1 496	1 454	Фундаментальная стоимость ao на конец 2012 г.			18 307																																																			
Оборотные обязательства	4 933	2 324	3 097	3 263	3 319	Целевая цена акции, долл. / акция			18,2																																																			
Итого обязательства и средства акционеров	19 329	18 727	21 569	22 028	22 016	Чувствительность оценки, %																																																						
Движение денежных средств						<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">TGR</th> <th rowspan="2">WACC</th> <th>-3,0</th> <th>-2,0</th> <th>-1,0</th> <th>тек.</th> <th>+1,0</th> <th>+2,0</th> <th>+3,0</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>-2,0</td> <td>37</td> <td>14</td> <td>-3</td> <td>-16</td> <td>-26</td> <td>-35</td> <td>-41</td> </tr> <tr> <td>-1,0</td> <td>59</td> <td>28</td> <td>7</td> <td>-9</td> <td>-21</td> <td>-31</td> <td>-38</td> </tr> <tr> <td>тек.</td> <td>93</td> <td>48</td> <td>20</td> <td>0</td> <td>-15</td> <td>-26</td> <td>-35</td> </tr> <tr> <td>+1,0</td> <td>152</td> <td>80</td> <td>39</td> <td>12</td> <td>-6</td> <td>-20</td> <td>-30</td> </tr> <tr> <td>+2,0</td> <td>284</td> <td>135</td> <td>68</td> <td>30</td> <td>5</td> <td>-12</td> <td>-25</td> </tr> </tbody> </table>						TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	+1,0	+2,0	+3,0	-2,0	37	14	-3	-16	-26	-35	-41	-1,0	59	28	7	-9	-21	-31	-38	тек.	93	48	20	0	-15	-26	-35	+1,0	152	80	39	12	-6	-20	-30	+2,0	284	135	68	30	5	-12	-25
TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	+1,0	+2,0	+3,0																																																				
		-2,0	37	14	-3	-16	-26	-35	-41																																																			
-1,0	59	28	7	-9	-21	-31	-38																																																					
тек.	93	48	20	0	-15	-26	-35																																																					
+1,0	152	80	39	12	-6	-20	-30																																																					
+2,0	284	135	68	30	5	-12	-25																																																					
Основная деятельность	3 060	3 285	4 208	4 978	5 547	Оценка стоимости обыкновенных акций (сравнительный подход)																																																						
Чистая прибыль	(577)	2 584	3 533	3 942	4 387	EV/EBITDA		P/E																																																				
Амортизация	713	794	886	959	1 029	Премия (дисконт) к российским аналогам, %	(41)	(36)																																																				
Изменение оборотного капитала	3 820	(533)	(701)	(82)	24	Оценка ao, долл.	26,4	25,5																																																				
Прочее	(896)	439	491	160	107	Вес мультипликатора, доля	0,5	0,5																																																				
Инвестиционная деятельность	(2 525)	(1 395)	(1 420)	(957)	(867)	Взвешенная оценка ao, долл.		25,98																																																				
Приобретение внеоборотных активов компаний	(2 089)	(1 682)	(1 135)	(1 103)	(1 072)	Взвешенная оценка стоимости обыкновенных акций																																																						
Прочее	(435)	287	(286)	146	206	DCF		Peers																																																				
Финансовая деятельность	(1 085)	(1 016)	(1 954)	(3 809)	(4 561)	Оценка по методу ao, долл	18,17	25,98																																																				
Изменение долга	(1 085)	(1 411)	(684)	(9)	(42)	Вес метода, доля	0,5	0,5																																																				
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0	Взвешенная оценка ao, долл.		22,07																																																				
Выплата дивидендов	0	(646)	(883)	(986)	(1 097)	Взвешенная оценка акционерного капитала		22 244																																																				
Прочее	0	1 040	(387)	(2 814)	(3 422)	Коэффициенты																																																						
Изменение денежных средств	(550)	874	834	212	119	Рентабельность по EBITDA, %	24,7	25,3	25,8	27,5	30,1																																																	
Рыночные мультипликаторы, 1x						Рентабельность по чистой прибыли, %	отр.	13,6	14,7	15,9	17,5																																																	
EV / Sales	1,7	1,2	1,0	0,9	0,9	EBITDA / процентные расходы, 1x	5,3	14,4	22,9	27,4	30,4																																																	
EV / EBITDA	7,0	4,9	3,8	3,4	3,1	Инвестиции / выручка, %	15,4	8,8	4,7	4,4	4,3																																																	
EV / EBIT	8,9	5,8	4,4	4,0	3,6	ROE, %	отр.	25,0	27,9	30,6	34,3																																																	
P / E	отр.	7,3	5,3	4,8	4,3	ROIC, %	17,0	24,0	29,7	32,9	37,2																																																	
P / BV	2,6	1,8	1,5	1,5	1,5	Долг/EBITDA	1,8	1,0	0,7	0,6	0,5																																																	
EV / FCF	12,7	10,2	13,3	19,9	17,8	Чистый долг/EBITDA	1,2	0,4	0,1	0,0	н/с																																																	
						Долг/собственный капитал	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3																																																	

Источник: Данные компании. Оценка: Велес Капитал



Сравнительный анализ компании

		EV/EBITDA				P/E			
		2010	2011П	2012П	2013П	2010	2011П	2012П	2013П
Сталелитейные компании									
НЛМК	Россия	10	7,5	5,8	5,2	19	12	9,4	7,4
ММК	Россия	9	5,8	4,7	4,1	31	9,3	7,0	5,2
Евраз	Россия	9	6,1	5,5	5,1		11	8,2	7,2
Мечел	Россия	9	5,5	5,1	4,9	14	6,6	6,1	5,5
<i>Медиана</i>		9	5,9	5,3	5,0	19	10,0	7,6	6,4
Северсталь		7,0	4,9	3,8	3,4	отр.	7,3	5,3	4,8
Премия (дисконт) к российским аналогам									
Сталелитейные компании			-22%	-41%	-45%		-36%	-41%	-33%
<i>Медиана</i>				-41%				-36%	

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 2011 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 операций на рынке акций

Александр Антипов
Руководитель департамента
AAntipov@veles-capital.ru

Игорь Волков
Сейлз-трейдер
IVolkov@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

Управление по работе с VIP клиентами

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

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Управление анализа рынка акций

Илья Федотов
Начальник управления, телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

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

Управление доверительных операций

Бейшен Исаев
начальник управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
работа с инвесторами
VLabed@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