

## ЗАКРЕПЛЕНИЕ УСПЕХА

### Отличные результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО

**Выше ожиданий...** Вчера Северсталь опубликовала отличные результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО. Благодаря улучшению рыночной конъюнктуры и перелому негативной тенденции на североамериканских предприятиях компании во II квартале Северсталь смогла существенно увеличить операционную прибыль. При росте выручки во II квартале на 35% по сравнению с предыдущим кварталом, EBITDA в этом периоде увеличилась на 94% и составила 995 млн долл., превысив консенсус-прогноз Интерфакса на 11%. Рентабельность по EBITDA при этом показала впечатляющий рост – на 7 п.п. относительно уровня предыдущего квартала и достигла 22,5%, благодаря чему в целом по полугодию рентабельность EBITDA составила 19,6%. Заметный вклад в увеличение операционной прибыли внесли североамериканские активы, показавшие положительную EBITDA в размере 59 млн долл. (рентабельность по EBITDA на уровне 4%) впервые со II квартала 2008 г.

**...благодаря хорошим показателям в сегменте добычи и на американских предприятиях.** Компания показала отличные результаты в добывающем сегменте, а также на североамериканских активах. Хотя рентабельность по EBITDA российских сталелитейных предприятий Северстали снизилась на 2 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом и составила 22%, это было с избытком компенсировано превосходными показателями добывающего сегмента компании, в котором рентабельность по итогам II квартала взлетела до 48% с 30% в I квартале 2010 г. Положительная EBITDA североамериканских активов была достигнута за счет как повышения цен, так и увеличения загрузки мощностей в отчетном периоде. Можно ожидать, что перелом отрицательного тренда на американских предприятиях облегчит поиск покупателя на эти активы (по неофициальной информации, Северсталь выставила на продажу несколько предприятий). В то же время, во время вчерашней телефонной конференции для аналитиков менеджмент компании не подтвердил (хотя и не опроверг) информацию о том, что эти активы продаются. Также заметный вклад в увеличение операционной прибыли компании внесло золотодобывающее подразделение, вклад которого в консолидированную EBITDA горнодобывающего сегмента составил 89 млн долл., или 21% совокупного результата. В будущем Северсталь планирует повысить прозрачность золотодобывающего сегмента путем публикации его отдельных финансовых и операционных результатов, что может косвенно свидетельствовать о планах компании провести IPO золотодобывающих активов уже в ближайшем будущем.

**Кредитные метрики продемонстрировали заметное улучшение.** Благодаря росту операционной прибыли, а также в связи с деконсолидацией показателей европейского дивизиона Luccin i (летом компания была продана структурам бенефициара Северстали Алексея Мордашова), в связи с чем долг Северстали сократился почти на 1 млрд долл., долговая нагрузка компании существенно уменьшилась. По итогам отчетного периода отношение Чистый долг / LTM EBITDA снизилось до 1,7 (против 5,1 на начало года), причем если для расчета применять показатель EBITDA в годовом выражении, то левередж будет еще ниже – 1,4. Мы обратили внимание на сокращение денежной позиции компании в I полугодии, однако в условиях восстанавливающейся операционной деятельности считаем этот шаг логичным, учитывая также, что краткосрочный долг по-прежнему более чем вдвое покрыт денежными средствами на балансе.

*См. таблицу на следующей странице.*

Отличные результаты за I полугодие 2010 г.

**Ключевые финансовые показатели Группы Северсталь, млн долл.**

МСФО	2008	2009	I кв. 2010*	II кв. 2010*	I пол. 2010*	I пол. 2009	Изм. I пол. 2010/ I пол.2009
Выручка	22 393	13 054	3 142	4 245	7 387	4 734	64,9
ЕБИТДА	5 358	844	492	955	1 447	(30)	n/a
Чистая прибыль	2 029	(1 037)	(785)	192	(593)	(946)	n/a
							<b>Изм. I пол. 2010/ I кв.2010</b>
Совокупный долг	8 266	7 227	6 604		6 292		(4,7)
Краткосрочный долг	2 039	1 478	1 104		989		(10,4)
Денежные средства	3 471	2 949	2 323		2 267		(2,4)
Чистый долг	4 795	4 278	4 281		4 024		(6,0)
Собственный капитал	9 553	8 376	7 524		7 255		(3,6)
<i>Коэффициенты</i>							
Рентабельность ЕБИТДА, %	23,9	6,5	15,7	22,5	19,6		
Долг/ЕБИТДА	1,5	8,6	4,5		2,7		
Чистый долг/ЕБИТДА	0,9	5,1	2,9		1,7		
Чистый долг/Собств. капитал	0,5	0,5	0,6		0,6		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

\*Без учета показателей Lucchini

**Осторожный прогноз на II полугодие 2010 г.** В заявлении компании о перспективах бизнеса не представлен прогноз прибыли на II полугодие 2010 г. Северсталь ожидает некоторого ухудшения показателей в III квартале в результате снижения мировых цен на сталь и остановки американского завода Sparrow Point. Вместе с тем, по словам представителей компании, уже в сентябре конъюнктура рынка стали начала восстанавливаться, и это восстановление должно продолжиться в IV квартале 2010 г. При этом операции российского подразделения компании будут поддержаны за счет пополнения складских запасов и повышения внутреннего спроса. Мы ожидаем, что ЕБИТДА компании во II полугодии 2010 г. будет не ниже, чем в первом, что поддержит показатели долговой нагрузки на комфортных уровнях, возможно, даже более низких, чем по итогам II полугодия. В связи с этим запланированный на 2010 г. объем инвестиций на уровне 1,4 млрд долл (из которых в I полугодии компания инвестировала лишь 472 млн) не представляет угрозы для кредитного профиля Северстали.

**Рублевые облигации Северстали смотрятся дорого, повод обратить внимание на еврооблигации.** Мы полагаем, что отличные финансовые результаты за I полугодие – это повод обратить внимание на еврооблигации Северстали, в частности на выпуск CHMFRU'14, предлагающий доходность 6,6% (спред к свопам 560 б.п.) на горизонте трех лет. Дисконт, с которым данный выпуск торгуется к кривой доходности валютных облигаций Евраз (В/В2/В+), составляет лишь около 30 б.п. при заметно более сильных кредитных метриках Северстали. Что касается рублевых облигаций, доходность биржевых облигаций СеверСталь БО 2 и 4 составляет около 7,7% на горизонте чуть более двух лет, что, на наш взгляд, является справедливым уровнем, и мы не видим предпосылок для опережающего роста их котировок. В данном случае мы рекомендуем обратить внимание на выпуски Евраз Холдинг Финанс 1 и 3 (УТР 9,8 к оферте в марте 2013 г.), которые мы считаем едва ли не лучшей идеей в сегменте рублевых облигаций эмитентов металлургического сектора. На наш взгляд, премия в размере 200 б.п., предлагаемая облигациями Евраз к биржевым облигациям Северстали является чрезмерной и мы ожидаем ее сокращения на 75-100 б.п.

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, bakhthinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

## Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010