

ПОЗИТИВНЫЙ ЭФФЕКТ ОТ ДЕКОНСОЛИДАЦИИ УБЫТОЧНЫХ АКТИВОВ

Опубликованы результаты за 2010 г. по МСФО

Деконсолидация убыточных активов оказала заметное позитивное влияние на операционные показатели. Вчера Северсталь опубликовала финансовые результаты за 2010 г. по МСФО. По итогам 2010 г. выручка компании составила 13,5 млрд долл., увеличившись на 41,6% по сравнению с 2009 г. EBITDA компании за отчетный период более чем удвоилась, достигнув 3,26 млрд долл., рентабельность по EBITDA возросла до 24,2% с 16,6% годом ранее. Следует иметь в виду, что в опубликованных результатах учтена деконсолидация европейских активов Северстали (Lucchini), а также частично Североамериканских активов (Severstal Warren, Severstal Wheeling и Severstal Sparrows Point), о продаже которых Северсталь объявила за день до публикации отчетности. На долю этих активов пришлось значительная часть выручки Северстали в 2009 г. (27%), соответственно, вследствие корректировок показатель выручки за этот период ощутимо снизился. В то же время корректировки оказали существенное положительное влияние на EBITDA 2009 г. так как деконсолидированные активы приносили значительный убыток на уровне EBITDA. По итогам 2010 г. EBITDA активов в США (прежде всего заводов Columbus и Dearborn Steel) составила 86 млн долл. Эти заводы являются одними из основных поставщиков автомобильной промышленности США, которая, по словам менеджмента Северстали, на сегодняшний день является крупнейшим потребителем стали в США.

Горнодобывающий сегмент обеспечил заметное увеличение EBITDA. Прошлый год стал особенно удачным для горнодобывающего сегмента Северстали, рентабельность которого по EBITDA в 2010 г. достигла рекордного уровня – 44,5% против 21% в 2009 г. Доля этого направления в EBITDA Северстали за 2010 г. составила 47,5% при доле в выручке на уровне лишь 25,8%. Весомый вклад в увеличение EBITDA горнодобывающего сегмента в 2010 г. внесло золотодобывающее подразделение Nordgold, EBITDA которого по итогам 2010 г. составила 372 млн долл., а рентабельность по EBITDA достигла внушительного размера – 49,3%. На телефонной конференции для аналитиков руководство компании сообщило, что, отказавшись от IPO Nordgold в начале 2011 г., Северсталь намерена самостоятельно развивать это высокорентабельное направление. Мы обратили внимание на то, что в 2010 г. Северсталь увеличила долю продаж на внутреннем рынке до 45,7% с 41,2% годом ранее. Что касается IV квартала, то в этот период выручка Северстали возросла на 7,5% по сравнению с предыдущим кварталом, достигнув 3,7 млрд долл., тогда как рентабельность по EBITDA сократилась совсем незначительно – до 24,1%.

Ключевые финансовые показатели Группы Северсталь

МСФО, млн долл.								
	2009	III кв. 2010	IV кв. 2010	2010	изм.2010/ 2009, %	2009*	9 мес. 2010*	
Выручка	9 541	3 465	3 726	13 511	41,6	13 054	11 322	
EBITDA	1 587	845	899	3 264	105,7	844	2 198	
Чистая прибыль	(1 119)			(515)		(1 037)	(225)	
					изм. 2010/ 9 мес. 2010, %			
Совокупный долг	7 227			6 142	(4,9)	7 227	6 458	
Краткосрочный долг	1 478			1 422	(1,9)	1 478	1 449	
Денежные средства	2 949			2 025	(4,8)	2 949	2 127	
Чистый долг	4 278			4 117	(4,9)	4 278	4 331	
Собственный капитал	8 376			7 320	(5,7)	8 376	7 760	
Ден. поток от опер. деят-ти	1 611			1 259				
Капитальные затраты	754			1 119				
Коэффициенты								
Рентабельность EBITDA (%)	16,6	24,4	24,1	24,2		6,5	19,4	
Долг/EBITDA	4,6			1,9		8,6	2,3	
Чистый долг/EBITDA	2,7			1,3		5,1	1,5	
Чистый долг/Собств. капитал	0,5			0,6		0,5	0,6	
Доля краткосрочного долга, %	20,5			23,2		20,5	22,4	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* С учетом показателей североамериканских активов

Еще один позитивный эффект от деконсолидации – улучшение кредитных метрик. Совокупный и чистый долг Северстали к концу 2010 г. сократился на величину долга североамериканских заводов в связи со сделанными корректировками, что вместе с увеличением операционной прибыли обеспечило снижение отношения Чистый долг/ЕБИТДА до уровня 1,3. Ликвидная позиция Северстали достаточно устойчива: на конец 2010 г. доля краткосрочной задолженности в совокупном долговом портфеле составляла лишь около 20%, а денежные средства на балансе превышали ее размер вдвое. Следует также отметить, что в 2010 г., как и годом ранее, Северсталь сохранила положительное значение свободного денежного потока. Капитальные затраты компании в прошлом году составили 1,1 млрд долл.

В 2011 г. инвестиции возрастут вдвое, кроме того Северсталь выплатит дивиденды. Компания сообщила, что в текущем году объем ее капитальных затрат может превысить 2 млрд долл., из которых основная часть (46%) будет направлена на инвестиции в российские сталеплавильные активы. С учетом благоприятного прогноза по рынку стали в текущем году мы ожидаем дальнейшего роста операционной прибыли Северстали, что в совокупности со значительным запасом денежных средств должно позволить компании осуществить инвестиции без ущерба для ее кредитного качества. Помимо этого, компания рассматривает возможность выплаты дивидендов по итогам 2010 г. в размере 2,42 руб. на акцию, что соответствует приблизительно 2,44 млрд руб. (85 млн долл.) и не окажет влияния на кредитные метрики Северстали

Lucchini больше не будет влиять на показатели Группы Северсталь. В ходе телеконференции менеджмент Северстали сообщил об изменении условий соглашения с Алексеем Мордашовым о компании Lucchini. Если ранее предполагалось, что в случае продажи Lucchini средства будут направлены компании Северсталь, то теперь это условие отменено и Lucchini будет окончательно деконсолидирована с баланса Северстали, соответственно, показатели европейского дивизиона больше не будут влиять на отчетность Северстали. Такое решение было принято в связи с тем, что менеджмент не ожидает продажи компании в 2011 г.

Рублевые облигациям Северстали переоценены, но к еврооблигациям стоит присмотреться. Не умаляя достоинств кредитного профиля Северстали, заметим, что рублевые облигации компании выглядят дорого (YTW 7,2% @ февраль 2013 г.) и, соответственно, едва ли стоит ждать реакции их котировок на опубликованную отчетность. Скорее, теперь котировки справедливо отражают кредитный профиль Северстали. В то же время среди еврооблигаций мы рекомендуем к покупке длинный выпуск CHMFRU'17 (YTW 6,4% @ октябрь 2017 г. премия к свопам 345 б.п). Несмотря на то что котировки этого выпуска заметно подросли в последнее время, он все еще торгуется с узким спредом в размере 20 б.п. к сопоставимому по дюрации выпуску Evraz'18, в то время как на коротком сроке дисконт по доходности еврооблигаций Северстали к выпускам Евраз составляет 50 б.п., а премия к свопам не превышает 300 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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 оферта или предложение делать оферты. 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 2011