

Пульс рынка

- ▶ **Неоднозначные макроданные из США.** Рост новых заказов на товары длительного пользования в апреле составил лишь 0,2% м./м., немного ниже консенсус-прогноза (0,5%) и заметно лучше показателя за предыдущий месяц, когда снижение м./м. составило 3,7%. Однако если исключить транспортную компоненту, статистика оказывается не столь радужной: сокращение заказов составило 0,6%, в то время как ожидался их рост на 0,7%. Как отмечает Capital Economics, увеличение коммерческих заказов на самолеты, зафиксированное в официальной статистике, выглядит странно, учитывая, что в апреле Boeing получил новые заказы лишь на 4 самолета, а в предыдущий месяц - 53. Также отмечается провал (на 21,5% м./м.) в объеме военных заказов, что, возможно, свидетельствует о сокращении госрасходов США. Позитивным моментом во вчерашней статистике стал выход данных по рынку труда на уровне ожиданий. Из сегодняшних данных по США интерес представляет индекс потребительской уверенности.
- ▶ **Негативная статистика по экономике еврозоны...** Макроданные по еврозоне (индекс деловой активности в промышленных секторах, PMI) преподнесли неприятный сюрприз, оказавшись заметно хуже ожиданий не только в периферийных странах, но и во Франции и Германии. Значение PMI опустилось с 46,7 в апреле до 45,9 в мае, что свидетельствует о преобладании негативных тенденций в экономике. Напомним, что экономике еврозоны в 1 кв. удалось избежать рецессии только благодаря относительно сильным показателям Германии.
- ▶ **... скорее всего, не изменит позицию ЕЦБ.** Таким образом, принимая во внимание опубликованные вчера данные PMI, во 2 кв. можно ожидать снижения ВВП еврозоны, что противоречит прогнозу ЕЦБ, который предполагает восстановление (хотя и медленными темпами) экономики до конца года. Естественной реакцией на негативную статистику было бы принятие дополнительных мер по стимулированию экономики со стороны регулятора. Однако в условиях существующих разногласий между лидерами еврозоны в части антикризисного решения, ЕЦБ, скорее всего, займет выжидательную позицию, как минимум до итогов парламентских выборов в Греции, запланированных на июнь. Вчера глава ЕЦБ лишь озвучил необходимость более тесного бюджетного взаимодействия еврозоны для запуска количественного смягчения.
- ▶ **Финансовые рынки вновь ненадолго отскочили вверх**, что, возможно, стало следствием, в том числе, оптимистичных заявлений премьер-министра Италии М. Монти о том, что в скором времени Германию удастся убедить в выпуске бондов еврозоны под общую гарантию, и Греция останется в еврозоне любой ценой. Несмотря на рост индексов акций на 1-1,5%, курс евро продолжил снижаться, опустившись ниже 1,255 долл. Сегодня финансовые рынки будут находиться под негативным давлением данных из Китая, указывающих на замедление кредитования по причине спада спроса на кредиты. Сегодня ЦБ РФ расширил лимит по операциям о/п РЕПО до 380 млрд руб. (+230 млрд руб. по сравнению с предыдущим днем), что смягчит негативный эффект уплаты налогов на денежный рынок. Котировки длинных рублевых облигаций остаются под давлением валютного рынка: стоимость корзины вчера выросла на 13 копеек до 35,43 руб. на фоне более-менее стабильных цен на нефть.

Темы выпуска

- ▶ **Северсталь: слабый спрос в России снизил маржу**
-

Северсталь: слабый спрос в России снизил маржу

Слабые результаты в части рентабельности, но кредитное качество остается высоким

Северсталь (BB/Ba2/BB-), одна из ведущих мировых металлургических и горнодобывающих компаний, опубликовала ожидаемо слабые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО в части операционной рентабельности. Хотя, как и ожидалось в текущих рыночных условиях, выручка осталась практически на уровне предыдущего квартала, показатель EBITDA упал значительно - на 27% кв./кв., рентабельность снизилась на 5,3 п.п. до 15,3%. Это было, преимущественно, обусловлено сокращением спроса на стальную продукцию на внутреннем рынке и, как следствие, меньшими объемами продаж в РФ и падением средней цены реализации, а также ухудшением структуры продаж.

Несмотря на снижение показателя EBITDA отношение Чистый долг/EBITDA у компании остается на уровне 1,1x (минимальный показатель среди российских металлургических компаний).

Ключевые финансовые показатели Северстали*

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	3 679	3 727	-1%	3 679	3 483	+6%
EBITDA	562	767	-27%	562	798	-30%
Рентабельность по EBITDA	15,3%	20,6%	-5,3 п.п.	15,3%	22,9%	-7,6 п.п.
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	308	241	+28%	308	541	-43%
Операционный поток	354	928	-2,6x	354	220	+61%
Инвестиционный поток, в т.ч.	73	-527	-	73	-285	-
Капвложения	-258	-508	-49%	-258	-305	-15%
Финансовый поток	-149	-295	-49%	-149	-239	-38%

в млн долл., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 043	5 976	+1%
Краткосрочный долг	1 773	1 185	+50%
Долгосрочный долг	4 271	4 791	-11%
Чистый долг	3 799	4 112	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,13x	1,15x	-

* без учета золотодобывающего сегмента Nordgold, который был выведен за периметр консолидации в 4 кв. 2011 г.

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка осталась на уровне прошлого квартала за счет спроса в США

Снижение выручки в российском стальном сегменте (на 5% кв./кв. до 2,2 млрд долл.), а также в сырьевом дивизионе (на 8,5% кв./кв. до 811 млн долл.) в основном из-за негативной динамики средних цен реализации (-14% и -7-11%, соответственно) было практически компенсировано ростом выручки в международном дивизионе компании (+23% до 1,1 млрд долл.) за счет благоприятной рыночной конъюнктуры в США. В итоге выручка снизилась лишь на 1% кв./кв. до 3,7 млрд долл.

Заметное снижение EBITDA обусловлено низким спросом в России

При этом снижение совокупного показателя EBITDA было более значительным. В российском стальном сегменте этот показатель упал более чем вдвое до 186 млн долл. Наибольшее давление оказало падение средней цены реализации стальной продукции (-209 млн долл.) при менее существенном снижении цен на сырье (уголь и железорудное сырье). Более того, вследствие сокращения спроса на внутреннем рынке поменялась и структура продаж: доля продукции с высокой добавленной стоимостью немного сократилась (с 46% до 45%) за счет наращивания продаж на экспорт полуфабрикатов.

Помимо этого, негативный разовый эффект оказал пересмотр политики учета товарных запасов: был доначислен резерв на сумму 57 млн долл. В результате рентабельность российского стального дивизиона упала до 8,4% с 16,9% в 4 кв. 2011 г.

В сырьевом сегменте более умеренное снижение цен реализации при достаточно стабильной себестоимости в целом привело к не столь заметному сокращению EBITDA (-6% кв./кв.). Стоит отметить, что на разных мощностях динамика производственных издержек (cash cost) отличалась: на PBS (США) денежная себестоимость восстановилась до 100 долл./т со 170 долл./т, на Воркутауголь она выросла с 72 до 86 долл./т, на Олконе себестоимость ЖРС осталась прежней, на Карельском окатыше - снизилась до 60 долл./т. Рентабельность по EBITDA сегмента составила 39,7%.

Международный сегмент оказал некоторую поддержку марже

В сегменте Severstal International показатель EBITDA вырос в 3,7 раза до 66 млн долл., рентабельность - с 2% до 6%. В 1 кв. наличие спроса в США на металлопродукцию отразилось в наращивании объемов продаж (чему также способствовал запуск компанией двух линий оцинкования), а также в росте цен реализации (+6% кв./кв.). При этом уже во 2 кв. отмечается некоторое снижение цен на стальную продукцию в связи с возросшим импортом.

Компания представила оптимистичный прогноз на 2 кв.

Компания прогнозирует улучшение показателей во 2 кв. 2012 г., поскольку ожидается сезонное повышение спроса в РФ со стороны строительного сектора. Также менеджмент полагает, что спрос в США пока останется стабильным. Ряд макроиндикаторов (по Китаю, США), по мнению компании, указывают на возможность умеренного роста во 2П 2012 г. Тем не менее, по оценкам менеджмента, объемы продаж прошлого года в 2012 г. достигнуты не будут.

CAPEX был профинансирован из операционного потока

По итогам квартала операционный денежный поток (354 млн долл.) полностью покрыл капзатраты в размере 258 млн долл., около половины этих средств было направлено на развитие российского стального сегмента. Кроме того, были выплачены дивиденды в размере 108 млн долл. Также в 1 кв. компания получила 342 млн долл. прибыли от выбытия финансовых вложений. В итоге накопленные денежные средства за 1 кв. возросли на 338 млн долл. до 2,2 млрд долл.

Риск рефинансирования минимален

Общий долг по итогам квартала почти не изменился, составив 6 млрд долл., из которого краткосрочная задолженность составляет 1,7 млрд долл. и полностью покрывается имеющимися денежными средствами (2,2 млрд долл.). Также Северсталь имеет невыбранные кредитные линии на общую сумму 882 млн долл. В 2012 г. компании предстоит погасить до 1,1 млрд долл., на что планируется использовать накопленную ликвидность. В 2013 г. погашения составят до 1,5 млрд долл., при этом менеджмент не исключает возможности рефинансирования в зависимости от ситуации на рынке.

Объем CAPEX на 2012 г. существенно не изменится, однако больше инвестиций будет направлено в сырьевой сегмент и российскую сталь

Капитальные вложения на 2012 г. были немного скорректированы и составят чуть более 1,6 млрд долл. (ранее 1,7 млрд долл.), что в целом сопоставимо с инвестициями 2011 г. На наш взгляд, даже если ситуация на рынке стали существенно не улучшится по сравнению со 2П 2011 г., компания сможет профинансировать капвложения из операционного потока и накопленной ликвидности.

Напомним, что структура инвестпрограммы по сравнению с 2011 г. претерпела заметные изменения: доля затрат на североамериканское подразделение существенно сократится в связи с почти полным завершением модернизации заводов в США, при этом будет сделан акцент на России: ключевыми проектами станут строительство сталеплавильной мощности в Балаково, полная реконструкция коксовой батареи №7, ввод в эксплуатацию электростанции на шахтном метане в Воркуте).

Рекомендуем продавать бонды SeverStal 17

На наш взгляд, рублевые выпуски Северстали, с учетом их короткой дюрации, стоят дорого. Мы обращаем внимание на диспропорцию между спредами VIP 16 - SeverStal 16 (13 б.п.) и VIP 18 - SeverStal 17 (75 б.п.), при этом по шкале S&P рейтинги эмитентов находятся на одном уровне. Устранение этой диспропорции в текущей рыночной конъюнктуре, по нашему мнению, будет происходить за счет снижения цен SeverStal 17, темпами опережающими VIP 18. Мы рекомендуем продавать SeverStal 17.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.