

10 марта 2010

Содержание

- **Северсталь: результаты 2009 года по МСФО**
- **Краткосрочные рекомендации**

Стр 1

Стр 2

Северсталь: результаты 2009 года по МСФО

Вчера металлургическая компания Северсталь опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2009 год. Наибольший интерес представляют данные за 4 квартал, который, как и ожидалось, оказался наиболее успешным для компании в прошлом году. Если судить о перспективах группы, основываясь на данных 4-го квартала, то в 2010 году ее долговая нагрузка существенно снизится, что вкупе со значительным запасом наличности Северстали говорит о прочности ее кредитного профиля. Несмотря на это, в доходности рублевых облигаций компании данный факт уже учтен, и мы не ожидаем ценовой коррекции в ее бумагах после публикации позитивных результатов.

Северсталь отчиталась за 2009 год по МСФО, весь позитив уже учтен в доходностях ее рублевых бумаг

Финансовые результаты Северстали по МСФО, \$ млн

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Доля краткосрочного долга	Долг/ЕБИТДА*	Чистый Долг/ЕБИТДА*
4кв2009	3 919	630	16.0%	8 266	0.25	2.87	1.74
3кв2009	3 487	368	10.6%	7 874	0.19	5.35	3.35
2009	13 055	844	6.5%	7 227	0.20	8.56	5.18
2008	22 393	5 346	23.9%	8 266	0.25	1.55	1.05

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

* В первых двух строках квартальное значение ЕБИТДА приведено к годовому без учета предыдущих периодов

Финансовые результаты Северстали за 4кв2009 года вполне отражают позитивную динамику, сложившуюся на мировом рынке стали во 2п2009 года. На фоне растущих цен и загрузки производственных мощностей (Россия 95%, Европа 80%, Америка 70%), ЕБИТДА компании увеличилась по отношению к 3кв2009 года в 1.7 раз, а рентабельность по этому показателю возросла на треть до 16%. Основным драйвером роста, как и ожидалось, оказались российские металлургические активы компании, генерирующие почти половину совокупной выручки и около 90% ЕБИТДА. При этом спад в отечественном потреблении был компенсирован ростом экспортных продаж, которые достигли 53% от выручки российских предприятий группы.

В 4кв2009 года ЕБИТДА заметно возросла, а рентабельность улучшилась (в основном благодаря российскому сталелитейному сегменту)

Стоит отметить, что европейским активам в этом же периоде наконец удалось преодолеть точку операционной безубыточности: ЕБИТДА US\$9 млн против US\$(83) млн в предыдущем квартале. Вероятно, благодаря этому факту менеджмент компании все еще не определился с продажей данной части бизнеса и обещает вскоре выработать наиболее приемлемую стратегию. В то же время североамериканские предприятия все еще оставались убыточными на операционном уровне (убыток по ЕБИТДА в 4кв2009 года – US\$97 млн). Во время конференц-звонка основной акционер Северстали выразил умеренный оптимизм в отношении рентабельности североамериканского рынка по мере роста загрузки мощностей в 2010 году.

Европейские активы наконец преодолели точку безубыточности, но североамериканские предприятия все еще убыточны на операционном уровне

Ключевым фактором комфорта с кредитной точки зрения по-прежнему остается существенный запас наличности на балансе Северстали (US\$2.85 млрд на конец 2009 года), который почти в два раза превышает объем краткосрочного долга компании и достаточен для погашения всех кредитных обязательств вплоть до 2012 года. Тем не менее, разместив в феврале этого года LPN на US\$525 млн компания рефинансировала около 40% краткосрочного долга. С учетом этого фактора, наличные средства компании являются достаточными для погашения большей части обязательств, приходящихся на 2012 год.

Существенный запас наличности – ключевой фактор комфорта

Объем инвестиционной программы Северстали на 2010 год заявлен в объеме US\$1.4 млрд, из которых US\$413 млн планируется потратить на модернизацию и запуск мощностей в североамериканском дивизионе, US\$365 млн на добывающее направление и US\$685 млн на российский сталелитейный сегмент. Взяв за основу данные 4кв2009 года, можно судить о том, что операционный денежный поток Северстали в 2010 году превысит US\$2.5 млрд, что позволит компании полностью профинансировать инвестиционную программу за счет собственных средств. В таком случае, при сохранении текущих цен на сырье и сталь, по результатам 2010 года долговая нагрузка компании может оказаться на уровне 3х Долг/ЕБИТДА или 2х Чистый Долг/ЕБИТДА.

Исходя из позитивной динамики цен на сырьевых рынках (коксоующийся уголь и железная руда) операционный денежный поток Северстали может оказаться несколько выше прогнозов, основанных на данных 4кв2009 года. Тем не менее, мы не склонны переоценивать перспективы роста сталелитейной отрасли в 2010 году: основное потребление стали сконцентрировано в строительстве и производстве машин и оборудования, которые по-прежнему не демонстрируют устойчивого роста как на российском, так и на глобальном рынках. Однако, дополнительную поддержку компании в 2010 году могут оказать ее золотодобывающие активы, результаты которых в 2009 году составили порядка 28% ЕБИТДА.

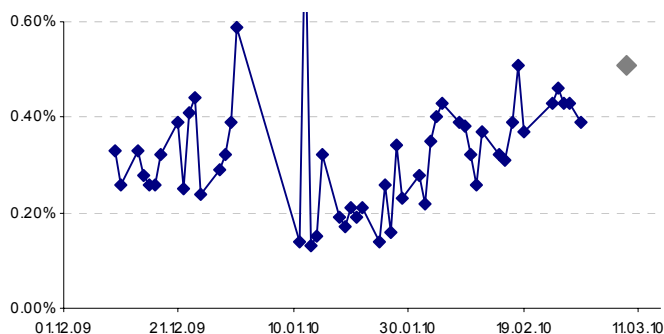
В целом, мы весьма позитивно оцениваем кредитный профиль Северстали и не видим существенных рисков для ее кредиторов даже в случае незначительного ухудшения мировой конъюнктуры цен на сырье и сталь по сравнению с текущим уровнем. Однако, по нашему мнению, данный факт уже в полной мере учтен в доходностях рублевых облигаций компании (Северсталь БО-1, дюрация 1.36 лет, доходность к оферте 8.4%, Северсталь БО-2, 4, дюрация 2.62 года, доходность к погашению 8.6%). Мы не ожидаем, что опубликованные вчера результаты компании спровоцируют заметный рост котировок ее бумаг.

Краткосрочные рекомендации

Sell РЖД БО-1

По нашему мнению, бумаги РЖД БО-1 (дюрация 2.44 года, доходность 7.48%) являются перекупленными. С 1 марта на фоне ралли на рынке облигаций доходность этих бумаг снизилась на 70 б.п. В результате выпуск РЖД БО-1 стал выглядеть неоправданно дорого относительно прочих облигаций РЖД, например, РЖД-10 (дюрация 3.06 лет, доходность 7.99%). В связи с этим, мы считаем, что существует риск умеренной коррекции в РЖД БО-1.

Спрэд в доходности РЖД-10 и РЖД БО-1 *



* В связи с тем, что торги облигациями РЖД-10 на ММВБ приостановлены с 02.03.2010 в связи с выплатой купона, доходность этих бумаг на 09.03.2010 рассчитана по форвардным ценам

Инвестиционная программа будет профинансирована за счет собственных средств, а долговая нагрузка существенно снизится в 2010 году

Ценовая конъюнктура демонстрирует позитивную для компании динамику, однако фундаментально сталелитейная отрасль все еще достаточно слаба

Мы не видим рисков для кредиторов Северстали даже при незначительном ухудшении ценовой конъюнктуры, но ее рублевые облигации не представляют интереса с т.з. доходности

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.