

БЕЗ СЮРПРИЗОВ**Опубликованы результаты за 9 месяцев 2010 г. по МСФО**

ЕБИТДА в III квартале снизилась, как и ожидалось. Вчера Северсталь опубликовала маловпечатляющие результаты за III квартал 2010 г. по МСФО, отразившие снижение выручки на 7,3% квартал к кварталу до 3,9 млрд долл., в то время как ЕБИТДА сократилась еще более значительно – на 21,4%, составив 751 млн долл. Рентабельность по ЕБИТДА также снизилась – до 19,1% против 22,5% кварталом ранее. Снижение ЕБИТДА во многом обусловлено убытком по ЕБИТДА в размере 59 млн долл., который понесли североамериканские активы компании после временного улучшения ситуации во II квартале, когда они получили прибыль на уровне ЕБИТДА в размере 59 млн долл. В то же время стоит отметить, что снижение финансовых показателей ожидалось рынком, после того как в середине октября Северсталь объявила операционные результаты, отразившие, в частности, сокращение производства стали в США на 26%, обусловленное в том числе приостановкой работы двух из пяти североамериканских металлургических предприятий компании. Интересно, что горнодобывающий сегмент Северстали, получив ЕБИТДА в размере 442 млн долл., впервые в истории компании превзошел по этому показателю российские сталелитейные активы (339 млн долл.). Однако отчасти это объясняется разовыми статьями: горнодобывающий сегмент получил доход в размере 42 млн долл. от переоценки доли в Crew Gold, а сталелитейный бизнес компании понес убыток на уровне ЕБИТДА (77 млн долл.) в результате создания резерва под депозит в Межпромбанке. В целом за 9 месяцев текущего года выручка Северстали составила 11,3 млрд долл. (+43% год к году), а ЕБИТДА при этом возросла в четыре раза до 2,2 млрд долл. Следует иметь в виду, что Северсталь пересмотрела операционные результаты за 9 месяцев 2009 г. в связи с деконсолидацией европейского дивизиона Lucchini.

Ключевые финансовые показатели Группы Северсталь, МСФО, млн долл.

	2009	IV кв. 2009	IV кв. 2009 / III кв. 2009, %	I кв. 2010*	II кв. 2010*	III кв. 2010*	III кв. 2010*	9 мес. 2010	9 мес. 2009	9 мес. 2010 / 9 мес. 2009, %	III кв. 2010 / II кв. 2010, %
Выручка	13 054	3 919	12	3 142	4 245	7 387	3 935	11 322	7 915	43,0	(7,3)
ЕБИТДА	844	630	70	492	955	1 447	751	2 198	426	416,0	(21,4)
Чистая прибыль	(1 037)	(162)		(785)	192	(593)	368	(225)	(875)	n/a	
			2009 / 9 мес. 2009, %							9 мес. 2010 / I кв. 2010, %	
Совокупный долг	7 227		(8)	6 604		6 292		6 458		2,6	
Краткосрочный долг	1 478		(1)	1 104		989		1 449		46,5	
Денежные средства	2 949		(9)	2 323		2 267		2 127		(6,2)	
Чистый долг	4 278		(8)	4 281		4 024		4 331		7,6	
Собственный капитал	8 376		(1)	7 524		7 255		7 760		7,0	
Коэффициенты											
Рентабельность ЕБИТДА (%)	6,5			15,7	22,5	19,6	19,1	19,4			
Долг/ЕБИТДА	8,6			4,5		2,7		2,3			
Чистый долг/ЕБИТДА	5,1			2,9		1,7		1,5			
Чистый долг/Собств. капитал	0,5			0,6		0,6		0,6			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

* Без учета показателей Lucchini

Кредитные метрики продолжают улучшаться. На 30 сентября отношение чистого долга к ЕБИТДА за последние 12 месяцев снизилось до 1,5. Это снижение во многом обусловлено пересмотром финансовых показателей за IV квартал 2009 г. и исключением из расчета ЕБИТДА Северстали показателей Lucchini (после пересмотра показатель ЕБИТДА за IV квартал 2009 г. составил 630 млн долл.). В III квартале краткосрочный долг Северстали заметно увеличился, в то время как денежная позиция, напротив, сократилась. Однако не стоит предавать этому значение, поскольку, во-первых, долг в размере 1,5 млрд долл., который компании предстоит погасить в 2010–2011 гг. более чем на 100% покрыт денежными средствами, а во-вторых, уже после отчетной даты компания разместила семилетние еврооблигации CHMFRU'17 для рефинансирования выпуска CHMFRU'13, срок погашения которого наступал в 2013 г., улучшив структуру погашения долга (ранее на 2013 г. приходилось погашение половины долга Северстали). Указанная сделка к тому же позволит Северстали ежегодно экономить порядка 20 млн долл., которые пришлось бы направлять на процентные рас-

ходы. Напомним, что совсем недавно рейтинговое агентство S&P изменило прогноз рейтинга Северстали с «Негативного» на «Стабильный», оценив улучшение кредитных метрик компании в 2010 г.

Осторожный прогноз на IV квартал 2010 г. Северсталь ожидает, что в IV квартале цены на сталь несколько снизятся, но начнут восстанавливаться в I квартале 2011 г. Вместе с тем цены на сырье и золото, по прогнозам, останутся высокими, и, учитывая, что Северсталь практически полностью обеспечивает свои российские предприятия сырьем самостоятельно, мы ожидаем, что рост себестоимости производства стали будет компенсирован прибылью горнодобывающих подразделений. Тем не менее мы по-прежнему с осторожностью оцениваем возможность компании сохранить EBITDA во II полугодии на уровне I полугодия (1,45 млрд долл.) и не исключаем некоторого снижения этого показателя. В то же время мы полагаем, что кредитный профиль компании останется устойчивым, а отношение Чистый долг/EBITDA не превысит 2. Недавнее решение компании осуществить выплату промежуточных дивидендов в размере 140 млн долл. мы рассматриваем как нейтральное с точки зрения влияния на кредитный профиль компании в связи с невысоким объемом выплат.

Рублевые облигации Северстали смотрятся дорого, а вот евробонды CHMFRU'17 недооценены. Мы полагаем, что публикация финансовых результатов за 9 месяцев 2010 г. не окажет влияния на котировки облигаций Северстали. Рублевые бумаги (YTW 6,6–7,2% в зависимости от срочности) выглядят дорого, торгуясь с существенным дисконтом по доходности (около 150 б.п.) к выпускам Евраз (B/B2/B+), которым мы и отдаем предпочтение. Вместе с тем в последнее время заметно снизились котировки длинного выпуска CHMFRU'17 (YTM 7,26%, спред к свопам – 491 б.п.), который предлагает премию, равную 20 б.п., к выпуску Evraz'18. Мы не видим оснований для такой премии и рекомендуем к покупке эти еврооблигации Северстали. Что касается более коротких CHMFRU'14 (YTM 5,6%), то их премия к свопам не превышает 440–445 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

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, 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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
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
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
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

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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