

03 февраля 2010

Содержание

- **ММК: снижение объемов производства – результат географии продаж** **Стр 1**
- **Северсталь: хорошие новости из за границы** **Стр 2**
- **Размещение РЖД – еще одна капля позитива** **Стр 3**

ММК: снижение объемов производства – результат географической структуры продаж

Вчера Магнитогорский Metallургический Комбинат (ММК) опубликовал операционные результаты за 4 квартал и полный 2009 год. Сокращение объемов производства в 4кв2010 года по сравнению с предыдущим оказалось сильнее, чем у остальных металлургов. Данная тенденция обусловлена региональной структурой продаж ММК и отражает сезонность бизнеса основных потребителей продукции комбината. Мы не считаем, что производственные результаты 4кв2009 года окажут негативное влияние на финансовые показатели ММК.

В 2009 году ММК снизил объемы производства стали и товарной металлопродукции на 20%, чугуна – на 4%. Данная динамика вполне объяснима, учитывая провальный первый квартал, когда себестоимость выпускаемой комбинатом продукции превышала ее среднюю отпускную цену, а также в целом довольно сложную конъюнктуру рынка металлов в 2010 году.

Однако довольно разочаровывающим на первый взгляд выглядит заметное снижение объемов производства ММК в 4кв2010 года по сравнению с предыдущим кварталом: Производство стали и товарной металлопродукции сократилось на 10% и 11% соответственно, а чугуна – на 4%. Причиной этому послужил сезонный фактор, однако в случае с ММК его эффект оказался сильнее, чем у других металлургов в связи с тем, что структура продаж компании ориентирована в основном на российский рынок.

Мы отмечаем, что зимний период отличается довольно сильным снижением спроса на металлопродукцию на внутреннем рынке, что, в первую очередь, происходит за счет снижения объемов строительства и, следовательно, спроса на строительные металлоконструкции. По результатам 9 месяцев 2009 года на данный сектор приходилось порядка 13% продаж товарной продукции, что вполне объясняет столь существенное снижение в этом сегменте в 4кв2009 года.

Тем не менее, мы не видим риска заметного ухудшения финансовых показателей ММК в 4кв2009 года по причине того, что спад в объемах производства был компенсирован серьезным ростом внутренних цен. На различные виды продукции металлургических производств рост цен в России составил от 10% до 20% в 4кв2009 года, что полностью перекрывает спад в объемах производства комбината. Мы придерживаемся нашего мнения, изложенного ранее, о том, что EBITDA ММК по результатам 2009 составит порядка US\$1 млрд, а долговая нагрузка – 2x Долг/EBITDA.

ММК опубликовала операционные результаты за 2009 год

Объемы производства за год снизились в рамках ожиданий

Снижение объемов в 4кв2009 года оказалось неожиданно высоким...

... что обусловлено фактором сезонности и нацеленностью продаж на внутренний рынок

Мы не видим риска ухудшения финансовых показателей ММК и придерживаемся озвученного нами ранее прогноза

Северсталь: хорошие новости из-за границы

Северсталь также вчера отчиталась о своих производственных результатах за 2009 год. Ключевой позитивный момент – начавшийся процесс восстановления в зарубежных сегментах бизнеса. С учетом того, что американские и европейские активы группы оставались убыточными на уровне EBITDA на протяжении всего 2010 года – данная новость весьма важна с точки зрения общей рентабельности группы.

Согласно представленным данным, Северсталь показала хорошие результаты в сегменте добычи по результатам четвертого квартала 2009 года – заметное увеличение объемов сопровождалось не менее существенным ростом цен. В целом этот сегмент был прибыльным на уровне EBITDA по результатам девяти месяцев 2009 года и в 4 квартале года улучшил свои результаты на фоне восстановления мирового спроса.

Российские металлургические активы продемонстрировали схожую с остальными отечественными металлургами динамику – снижение объемов производства как за весь 2009 год, так и в четвертом квартале (по причине сезонности спроса) в совокупности с ростом внутренних цен. Мы ожидаем, что, как и в случае с ММК, финансовые результаты российского металлургического направления в 4кв2009 будут довольно стабильными по сравнению с предыдущим кварталом.

Результаты североамериканских предприятий за 4кв2009 года, хотя и демонстрируют некоторое снижение объемов производства (1-4% в зависимости от типа продукции), будут заметно лучше, чем в предыдущих кварталах благодаря существенному росту отпускных цен (+14% к предыдущему кварталу). Такая динамика позволяет надеяться на положительную операционную рентабельность этого сегмента в 4кв2009 года.

Также признаки восстановления наблюдаются на итальянском производстве группы – Luccini. В четвертом квартале на этом предприятии наблюдался как значительный рост объемов выпуска продукции (прокат + 63%), так и рост отпускных цен (+2%). Этот факт также дает достаточные основания для того, чтобы рассчитывать на операционную рентабельность данного направления.

В целом, мы полагаем, что опубликованные результаты весьма позитивны с точки зрения кредитного качества Северстали. В случае, если позитивная динамика в зарубежных предприятиях группы окажется устойчивой, она поможет заметно снизить уровень долговой нагрузки группы, что позитивно скажется на доходности ее долговых инструментов. Тем не менее, на сегодняшний день, в рублевом выпуске Северсталь БО 1 (дюрация 1.46 лет, доходность к оферте 9.85%) мы не видим существенного потенциала к росту цен.

Операционные результаты за 4кв2009 года весьма позитивны

Ожидаемо хорошие результаты в сегменте добычи...

... и российских металлургических активов

Однако наиболее важно восстановление цен на североамериканском рынке...

... и европейском, где также существенно растут и объемы

Данные новости позитивны с кредитной точки зрения, однако потенциала к росту в рублевых облигациях Северстали мы не видим

Размещение РЖД – еще одна капля позитива

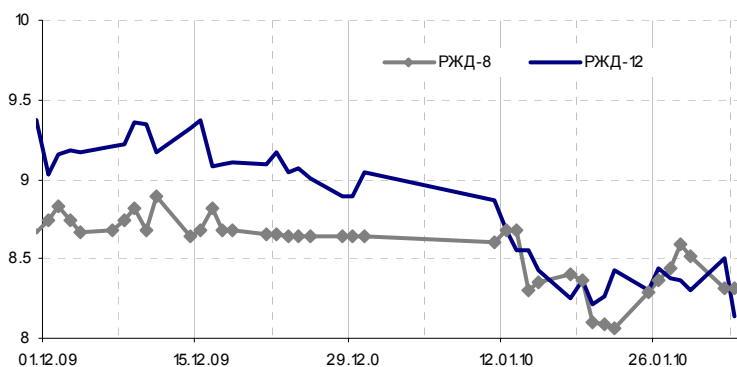
Вчера была определена ставка купона по размещаемому пятилетнему выпуску РЖД 23 серии на уровне 9%. Купон оказался ниже первоначальных ориентиров (9,2% - 9,6%) в связи с огромным спросом, который почти в три раза превысил предложение (15 млрд. руб.). Рынок очень позитивно воспринял информацию о столь удачном размещении, и доходности всех рублевых облигаций РЖД снизились на 15-30 б.п. Мы считаем, что сегодня такая позитивная динамика продолжится и в других бумагах первого эшелона.

В этой связи мы обращаем внимание на выпуск РЖД-8 (дюрация 1.3 года), который является менее ликвидным, чем схожий с ним по дюрации РЖД-12. В то время как цены других бумаг РЖД существенно выросли, доходность РЖД-8 вчера не изменилась. В связи с этим спред в доходности РЖД-8 и РЖД-12 составлял 18 б.п., хотя исторически он был отрицательным. Мы считаем, что в подобной ситуации выпуск облигации РЖД-8 является привлекательными для покупки, даже с учетом низкой ликвидности. Данный выпуск является достаточно коротким, что служит страховкой от значительных колебаний цены бумаги в случае временного роста ее доходности на маленьких объемах.

Купон РЖД-23 снижен до 9.0% из-за огромного спроса

В отличие от других бумаг РЖД, доходность облигаций 8 серии не снизилась, что делает их привлекательными для покупки

Динамика доходности облигаций РЖД



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 Посев	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	npatrahin@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.

