

Итоги III квартала 2008 года ОАО «Северсталь» по МСФО: рост рентабельности зарубежных подразделений и неопределенность в отношении будущих доходов

Вывод: текущие котировки акций компании отражают неопределенность в отношении будущих доходов. Так, по итогам 4 квартала 2008 года компания может показать отрицательный финансовый результат несмотря на снижение объемов производства и затрат. Ухудшение экономической ситуации может отразиться на снижении объема продаж в 2009 году. Однако, акции компании являются наиболее дешевыми в секторе. С технической точки зрения акции компании имели поддержку на уровнях ниже 70 рублей.

Северсталь (СНMF)

Рекомендация – покупать по цене ниже \$2,5

52 week range – \$28-2,4

Чистая прибыль компании в январе-сентябре 2008 г. выросла более чем в 2 раза по сравнению с аналогичным периодом 2007 года и составила 3,24 млрд. долл. Выручка выросла более чем в 1,6 раза - до 1,15 млрд. долл. EBITDA увеличилась в 1,7 раз и составила 4,98 млрд. долл. По итогам года компания ожидает показатель EBITDA в диапазоне 5,1-5,3 млрд. долл., что ниже прогнозов годового показателя по итогам 2 квартала 2008 года примерно на 15%. При этом компания оставила за собой право пересмотреть инвестиционную программу до 2011 года общим объемом 8 млрд. долл. до прояснения экономической ситуации. Известно, лишь, что инвестиционные вложения в 4 квартале будут сокращены, что позволит снизить общий годовой объем капитальных вложений на 20%. Планируется также дальнейшее сокращение объемов производства и сокращение персонала на всех предприятиях компании. Третий квартал оказался лучше ожиданий большинства аналитиков. Так, чистая прибыль ОАО "Северсталь" по МСФО в I полугодии 2008 г. выросла на 69% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года и составила 1,94 млрд. долл. Выручка за этот период выросла на 36,3% и достигла 10,55 млрд. долл., а показатель EBITDA составил 2,78 млрд. долл. (рост на 34,4%). Таким образом рентабельность по EBITDA в 3 квартале даже выросла на 1п.п. – до 29%, несмотря на снижение цен и спроса в сентябре. Компания демонстрирует хороший контроль за издержками. Хотя EBITDA компании в 4 квартале может снизиться до 100-400 млн. долл. на фоне отрицательного финансового результата по итогам деятельности, компания демонстрирует наличие антикризисного плана управления на случай дальнейшего ухудшения ситуации в отрасли и гибкий подход в инвестиционной деятельности. Контроль за затратами проявился в росте операционной рентабельности по итогам 3 квартала до 25,3% против 23,8% по итогам 2 квартала.

Бухгалтерская отчетность ОАО «Северсталь» по МСФО за 3 квартал 2008 года

| млн. \$ | 9 мес. 08 | 9 мес. 07 | Изм. % | 3 кв. 08 | 2 кв. 08 | Изм. % |
|--------------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Выручка | 18 152 | 11 283 | 61% | 7 605 | 6 238 | 22% |
| Себестоимость | -13 171 | -8 297 | 59% | -5 408 | -4 490 | 20% |
| EBITDA | 4 981 | 2 986 | 67% | 2 197 | 1 748 | 26% |
| EBITDA margin % | 27% | 26% | 1% | 29% | 28% | 1% |
| Чистая прибыль | 3 243 | 1 326 | 145% | 1 303 | 1 501 | -13% |
| Чистая рентабельность % | 18% | 12% | 6% | 17% | 24% | -7% |

Источник: отчетность компании

По итогам 3 квартала 2008 года компания показала существенный рост объема выручки от продаж, на фоне стабильного уровня затрат и роста отдачи от зарубежных бизнес структур и рентабельности горнорудного бизнеса. Во третьем квартале 2008 года компания продемонстрировала более высокий уровень роста выручки по сравнению с ростом затрат. Это связано с меньшей зависимостью от покупного сырья и роста рентабельности железорудного бизнеса. Провал первого квартала с точки зрения чистой рентабельности удалось компенсировать за счет единовременных доходов во втором квартале и сдерживанию затрат в 3 квартале. Прибыль по отрицательному goodwill во 2 квартале от приобретения Sparrows Point составила 219 млн. долл., а от продажи Кузбассугля компания получила более 255 млн. долл. В 3-м квартале прибыль по отрицательному goodwill выросла еще на 45 млн. долл. (12 млн. долл. от приобретения Wheeling и 33 млн. долл. от приобретения WCI). Также увеличила чистую прибыль на 101 млн. долл. единовременная сделка от расторжения долгосрочного контракта на поставку электроэнергии от концерна SNA.

В итоге – рентабельность по EBITDA по итогам 9 месяцев 2008 года осталась на уровне аналогичного периода 2007 года (26-27%), а чистая рентабельность выросла на 6% - до 18%. Без учета прибыли от единичных сделок, чистая прибыль по итогам 9 месяцев 2008 года составила 2,62 млрд. долл., что на 97% выше уровня за аналогичный период предыдущего года и соответствует чистой рентабельности на уровне 14,4%. Опережающий темп роста выручки во 3 квартале был обеспечен за счет увеличения отпускных цен на продукцию и роста производства в американском дивизионе компании (за счет покупки SeverCorr и Sparrows). Доля выручки в американском дивизионе в совокупной выручке выросла за 3 квартал 2008 года с 17 до 30,3%, а доля выручки международных подразделений компании выросла с 40 до 48,4%.

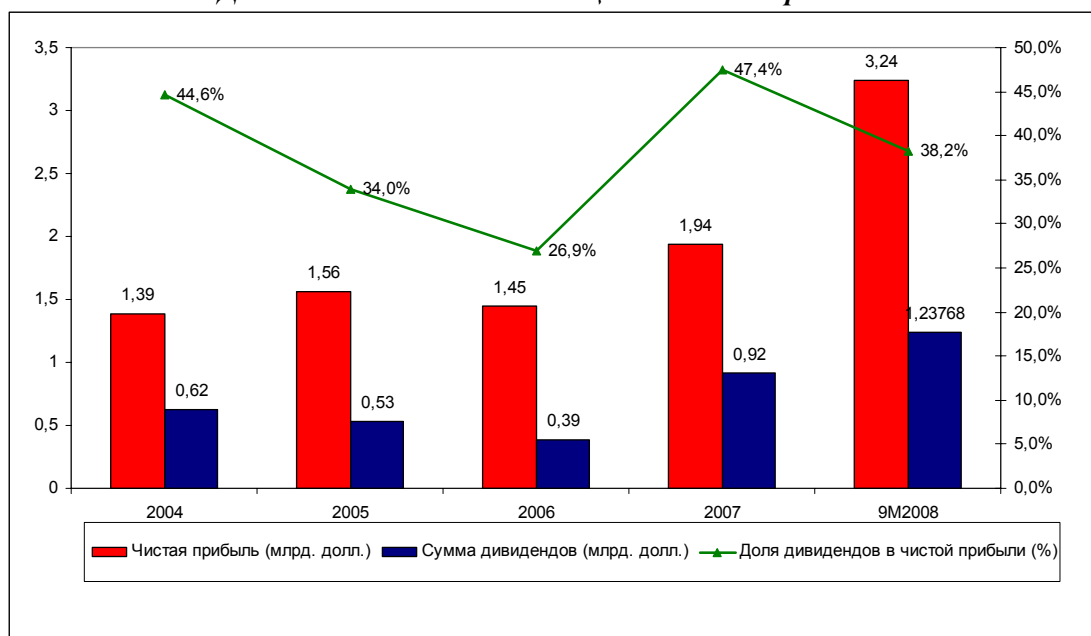
Основной вклад в финансовый результат по прежнему вносит подразделение Русская Сталь. Рост отпускных цен на 27,4% на фоне незначительного роста затрат привел к повышению маржи по EBITDA данного подразделения с 33,7 до 39,3%. Рост рентабельности по EBITDA горнорудного подразделения с 29,1% до 40,8% за 9 месяцев 2008 года год к году отчасти компенсировал рост затрат на покупку сырья международных подразделений компании, которая привела к снижению доли EBITDA от международных проектов с 28% до 15% в общем результате. При этом маржа по EBITDA Североамериканского подразделения снизилась в 3 квартале 2008 года до 9,6% против 25,5% в 1 квартале 2008 года. Компания избрала стратегию активной экспансии на американский рынок, которая имеет стратегические приоритеты в ущерб операционной доходности. Компания улучшила ситуацию по уровню выручки 3 квартале 2008 года в американском дивизионе после покупки в августе угольной компании PBS. Средняя цена отгрузки продукции выросла на 26,2% в 3 квартале 2008 года по сравнению с предыдущим периодом. Однако прогнозы на 4 квартал негативные. Компания планирует сокращение производство в Северной Америке на 30%. В российских подразделениях компаниях снижение может в ноябре-декабре составить до 30-50% от уровня лета текущего года. Позитивное влияние на финансовый результат начинает оказывать золоторудное подразделение, вклад которого в EBITDA повысился до 53 млн. долл. или 6,4% EBITDA от горнорудной деятельности.

Отчетность показала хорошую денежную позицию и высокую ликвидность баланса. Свободный денежный поток компании хотя и снизился в 3 квартале до 12 млн.

долл., однако по итогам 9 месяцев 2008 года составляет более 674 млн. долл. По итогам 3 квартал показатель Чистый долг к EBITDA вырос с 0,3 до 0,6 за счет покупки PBS. По итогам 4 квартала 2008 года даны показатель может превысить 0,9. Чистый долг компании составил 3,57 млрд. долл., в то время как сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений на конец 3 квартала превысила 3,2 млрд. долл. В 4 квартале 2008 года компании предстоит выплатить порядка 440 млн. долл., более трети которой компания планирует рефинансировать. С учетом текущей ликвидной позиции компания без труда справится с этой задачей.

Негативом для инвесторов является приостановка программы обратного выкупа акций. Однако объявление по итогам 3 квартала дивидендов в размере 7,71 рубля на акцию при текущей цене в 55 рублей является хорошим стимулом для акционеров компании. Таким образом, в виде дивидендов компания выплатит более 20% от чистой прибыли за 3 квартал 2008 года, а по итогам 9 месяцев выплаты в виде дивидендов составят более 38,2% от чистой прибыли. Данные цифры являются одними из самых высоких показателей в отрасли, что повышает инвестиционную привлекательность акций компании.

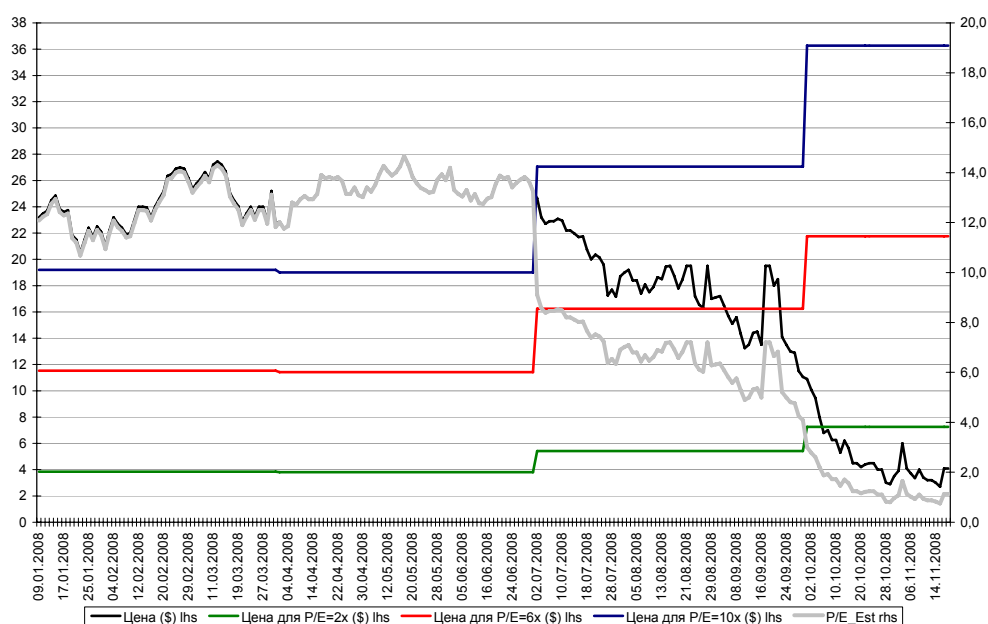
Дивидендная доходность акций ОАО «Северсталь»



Источник: отчетность компании, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

С учетом текущего уровня цен, оценочные коэффициенты компании на сегодняшний день весьма привлекательны. Однако, прогнозы по снижению финансовых результатов компании на фоне сокращения производства и падения цен на металлы заставляют инвесторов снижать оценки при инвестировании в фондовые активы. Так, с учетом результатов за 3 квартал 2008 года чистая прибыль ОАО «Северсталь», по МСФО за последние четыре квартала может оцениваться в 3,66 млрд. долл., что на 34% выше уровня чистой прибыли за четыре последних квартала, заканчивая вторым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение P/E Ratio за последние два месяца упало в шесть раз - с 6,7 до 1,1. В то же время для международных компаний аналогов с развивающихся рынков значение P/E Ratio на сегодняшний день колеблется в диапазоне от 2 до 6, что предполагает наличие потенциала роста акций российской компании.

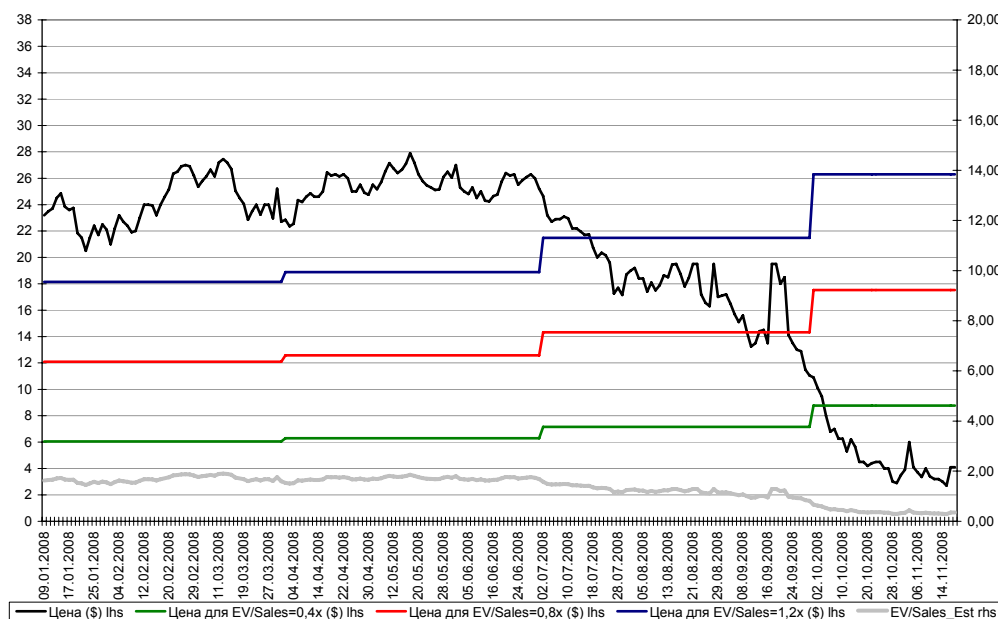
Динамика котировок акций ОАО «Северсталь» с учетом оценки показателя P/E Ratio



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ, данные компании

Оценка на основании коэффициента EV/Sales с компаниями-аналогами из развивающихся рынков показывает, что акции ОАО «Северсталь» также торгуются с существенным дисконтом. С учетом результатов за 3 квартал 2008 года выручка ОАО «Вимм-Билль-Данн» по US GAAP за последние четыре квартала составляет 22,1 млрд. долл., что на 22,4% выше уровня выручки российской компании по US GAAP за четыре квартала заканчивая вторым кварталом 2008 года. С учетом этих результатов оценочное значение EV/Sales для текущих рыночных цен акций компании находится на минимальном за последние 18 месяцев уровне 0,2. Если учесть, что среднее значение коэффициента EV/Sales для развивающихся рынков в настоящее время составляет в диапазоне от 0,3 до 1,8, акции компании оцениваются ниже диапазона справедливой оценки компаний-аналогов из развивающихся рынков.

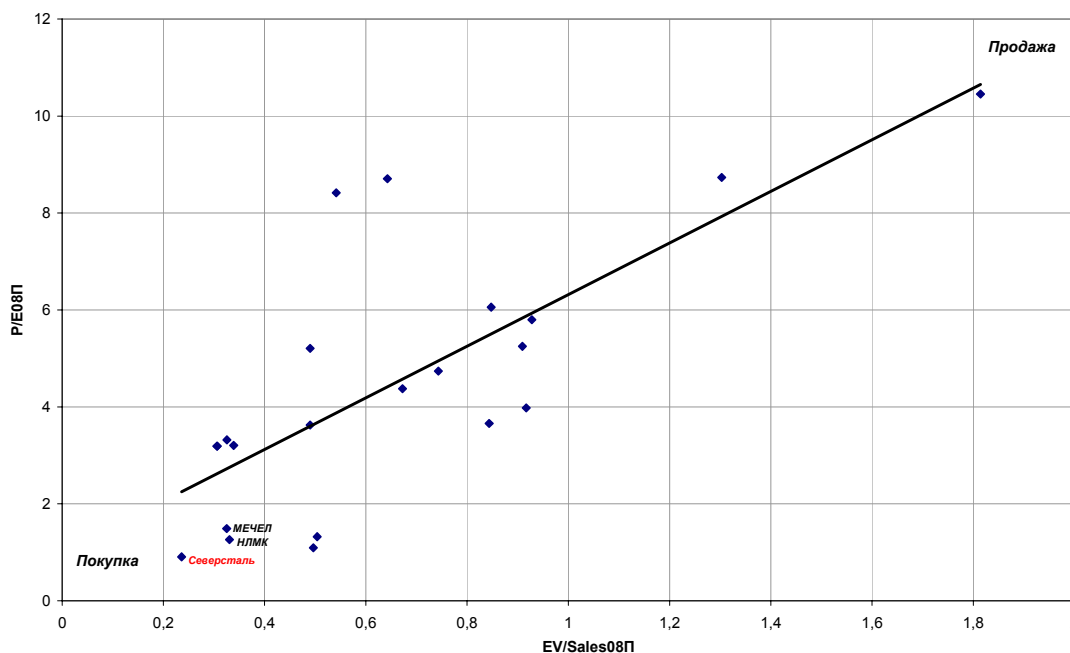
Динамика котировок акций ОАО «Северсталь» с учетом оценки показателя EV/Sales



Источник: РТС, расчеты ИК РУСС-ИНВЕСТ

При сравнении с российскими компаниями металлургической отрасли Северсталь является наиболее недооцененной компанией. По данным Bloomberg среднее значение P/E2008 для металлургических компаний EMEA составляет 5,2х, а показателя EV/Sales – 0,7. У Северстали значение данных показателей составляет 1,1 и 0,35 соответственно, что подразумевает высокую недооценку акций российской компании. Среднее значение P/E2008 для российских металлургических компаний составляет 1,2х, а показателя EV/Sales – 0,4. Таким образом, среди российских компаний Северсталь также является наиболее дешевой компанией на сегодняшний день.

Металлургические компании EMEA: P/E vs. EV/Sales



Источник: Bloomberg

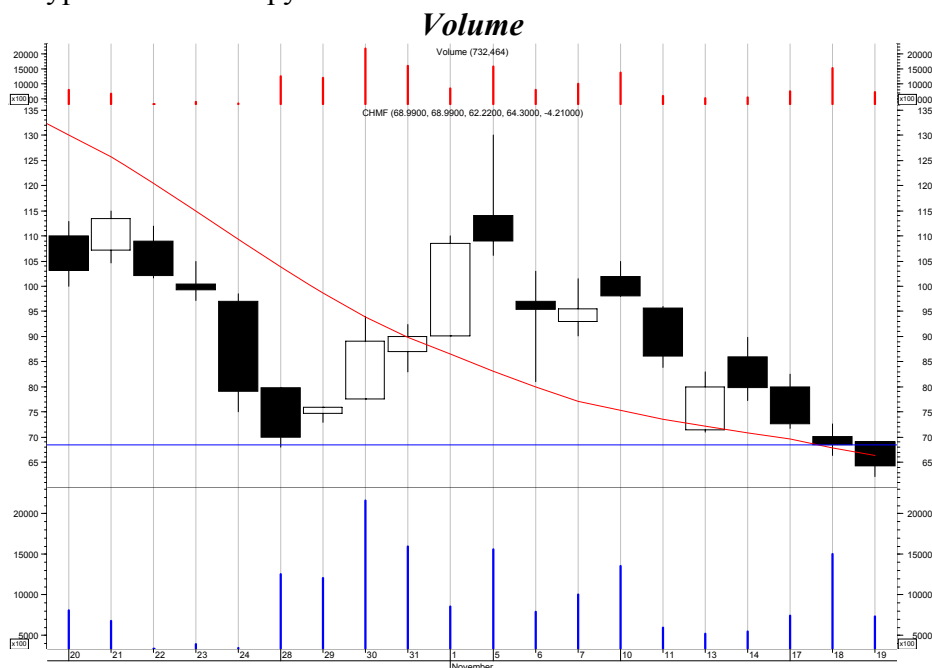
Технический анализ также показывает благоприятный момент для входа в бумагу. Несмотря на рост объема продаж в ноябре, что объясняется закрытием длинных позиций по стопам, котировки бумаг компании находятся на минимальном уровне, что интересно как для внутридневных, так и долгосрочных вложений.

Динамика акций Северстали на ММВБ

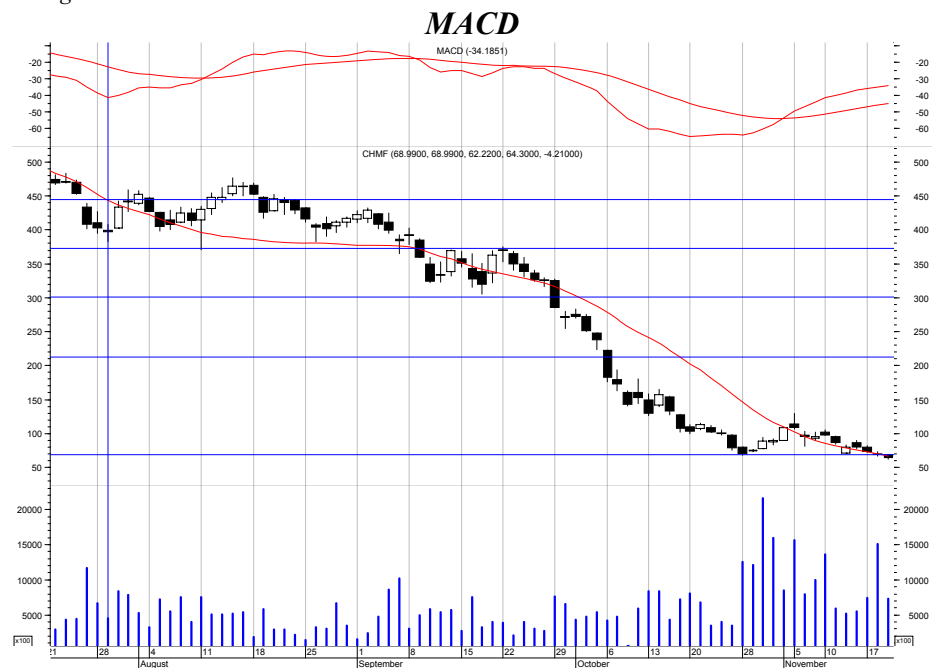


Источник: Bloomberg

Показатели RSI, индикаторы объема и MACD свидетельствуют о наличии поддержки на уровне ниже 70 рублей.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ»

119034, Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2 Тел./факс:7-(495)-363-93-80.

Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ИК РУСС-ИНВЕСТ не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ИК РУСС-ИНВЕСТ, его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.