

### ОЖИДАЕМЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

#### Опубликованы финансовые результаты по US GAAP за 2011 г.

**Выручка и EBITDA ниже наших прогнозов.** НЛМК опубликовал финансовые результаты по US GAAP за 2011 г. Выручка по итогам года составила 11,7 млрд долл. (наш прогноз – 11,9 млрд долл.), увеличившись за год на 40% на фоне роста объемов продаж и оптимизации реализуемой продукции, при этом в 4 кв. выручка составила 3,1 млрд долл. (-8,4% за квартал). В свете ухудшения рыночной конъюнктуры и роста издержек российского сегмента показатель EBITDA по итогам 2011 г. снизился на 2% до 2,3 млрд долл. (наш прогноз – 2,5 млрд долл.), отметим и негативное влияние консолидации прокатных активов SiF – одной из главных причин отрицательной EBITDA в сегменте зарубежного проката (минус 186 млн долл.). Рентабельность по EBITDA снизилась на 8,4 п.п. до 19,5%. В 4 кв. показатель EBITDA снизился на 20,3% до 377 млн долл., а рентабельность по EBITDA опустилась до 12,3%. Чистая прибыль по итогам 2011 г. составила 1,3 млрд долл., увеличившись за год на 7,5%. Недавно мы понизили свой прогноз выручки на 2012 г. до 12,9 млрд долл., однако оставили в силе прогноз рентабельности по EBITDA, предполагающий EBITDA на уровне 2,6 млрд долл.

**Умеренно положительный прогноз на 1 кв. и весь 2012 г.** Согласно прогнозу компании, производство стали в 2012 г. может превысить 15 млн т, что более чем на 25% превышает показатель 2011 г. во многом благодаря выходу на проектную мощность новой доменной печи №7 «Россиянка». По итогам 1 кв. 2012 г. компания ожидает роста производства на 14% до 3,6 млн т. и повышения средних цен реализации металлопродукции на 5–7%. Кроме того, в 1 кв. компания ожидает частичного восстановления рентабельности по EBITDA до уровня 15%.

**Капзатраты превысили величину операционного денежного потока.** В 2011 г. операционный денежный поток НЛМК составил 1,8 млрд долл., что совпадает с нашей оценкой. Капзатраты в объеме 2,1 млрд долл. незначительно превысили прогноз компании. Как следствие, свободный денежный поток оказался отрицательным и составил минус 243 млн долл. В целом в последнее время НЛМК поддерживал внушительные размеры инвестпрограммы, однако благодаря осторожному подходу к ее реализации компании удалось сохранить значение свободного денежного потока вблизи нулевого уровня. Также в 2011 г. НЛМК выплатил дивиденды в размере 516 млн долл., из которых 269 млн долл. отражены в отчетности за 4 кв. 2011 г. План компании по капзатратам на 2012 г. – 1,7 млрд долл.

**Долговая нагрузка выросла, как и ожидалось.** Общий и чистый долг компании за год существенно увеличились. Так, величина чистого долга выросла почти вдвое до 3,6 млрд долл., прежде всего за счет консолидации прокатных активов SiF с 3 кв. 2011 г. В результате роста долга и снижения EBITDA, коэффициент Чистый долг/EBITDA к концу года вырос до 1,6 с 0,8 на конец 2010 г. и 1,2 на конец 3 кв. 2011 г. Если в расчет чистого долга включить не только денежные средства, но и краткосрочные вложения, отношение Чистый долг/EBITDA составит 1,5, что совпадает с нашим прогнозом.

**График погашения долга не оптимален.** График долговых выплат компании нельзя назвать оптимальным. Согласно последним данным, в 2012 г. НЛМК предстоит погасить около 1,4 млрд долл., пик выплат – 0,7 млрд долл. (в том числе два выпуска биржевых облигаций на 15 млрд руб.) – приходится на 4 кв. 2011 г. Однако, учитывая устойчивость кредитного профиля НЛМК, мы не видим рисков для компании в обслуживании долга. В 2013 г. компании предстоит погасить еще 1,4 млрд долл., в последующем в последующие годы годовые выплаты не превысят 750 млн долл.

#### Ключевые финансовые показатели НЛМК

US GAAP, млн долл.

	2010	4 кв. 2011	2011	2012П
Выручка	8351	8675	11729	12915
Валовая прибыль	2948	2597	3360	
EBITDA	2332	1907	2284	2561
Чистая прибыль	1224	1192	1315	1740
Долг	2624	3822	4380	
Чистый долг	1876	2992	3583	3757
Капитал	9554	10072	10105	
Активы	13899	17084	17257	
Валовая рентабельность, %	35,3	29,9	28,6	
Рентабельность по EBITDA, %	27,9	22,0	19,5	19,8
Долг / EBITDA	1,1	1,6	1,9	
Чистый долг / EBITDA	0,8	1,2	1,6	1,5
Акц. капитал / Активы	0,7	0,6	0,6	
Акц. капитал / Долг	3,6	2,6	2,3	
Кэфф. текущей ликвидности	2,5	1,8	1,9	
Доля краткоср. долга, %	20,0	27,0	29,8	
Операц. ден. поток	1431	1485	1805	2179
Ден. поток от инв. деят.	(1847)	(1134)	(1869)	
Ден. поток от фин. деят.	(79)	(305)	48	
Капзатраты	(1463)	(1529)	(2048)	(1975)
Свободный ден. поток	(32)	(44)	(243)	204
Опер. ден. поток / Капзатраты	1,0	1,0	0,9	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Облигации оценены справедливо.** Кредитный спред бумаг НЛМК в последнее время расширился до 130 б.п. на фоне увеличения рыночного предложения бумаг и ухудшения кредитных метрик компании. С одной стороны, премия слишком велика для эмитента с инвестиционными рейтингами, с другой – наш прогноз на 2012 г. не предполагает существенного улучшения показателей, таким образом, факторов сужения спреда мы также не видим. Кроме того, нельзя исключать снижения рейтингов, если ухудшение кредитных метрик продолжится.

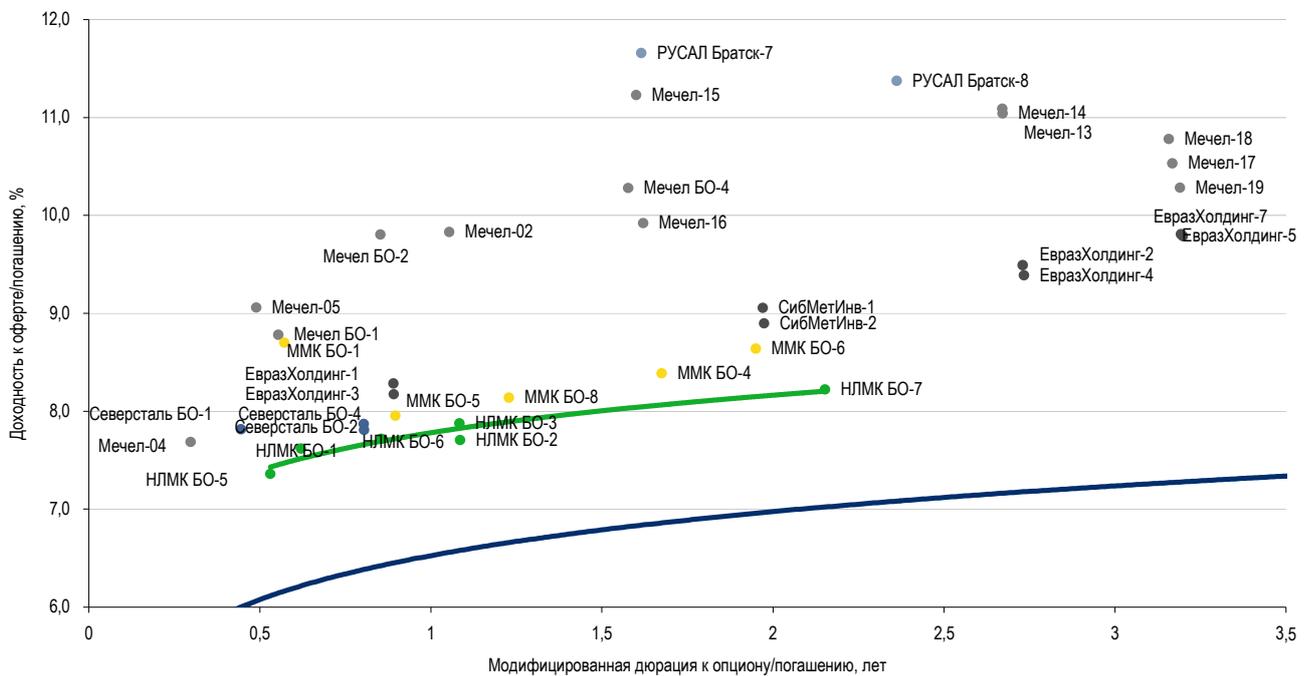
Предыдущие публикации по теме:

Март 21, 2012 Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321\\_FI\\_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FI_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru)

### Облигации оценены справедливо

Рублевые облигации металлургических компаний, 27.03.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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 Мырсыкова, myrsikovannv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

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

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был 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 2012