НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Кулаков, CFA, FRM, KulakovAn@uralsib.ru

9 августа 2012 года

ВЫСОКИЙ КРАТКОСРОЧНЫЙ ДОЛГ ВЫЗЫВАЕТ ОПРЕДЕЛЕННОЕ БЕСПОКОЙСТВО

Финансовые результаты 2 кв. 2012 г. по US GAAP

Показатель EBITDA вырос на 38%, рентабельность восстановилась на 4 п.п. Сегодня НЛМК представил ожидаемо сильные результаты по US GAAP за 2 кв. 2012 г. Выручка компании оказалась близка к недавно обнародованному прогнозу компании, поднявшись на 5% *(здесь и далее – к предыдущему кварталу, если не указано иное)* до 3,3 млрд долл. на фоне возросшей доли продаж с высокой добавленной стоимостью, а также увеличившихся объемов поставок на внутренний рынок, цены на котором сейчас выше. Показатель EBITDA повысился на 38% до 596 млн долл., чему, на наш взгляд, должно было способствовать снижение цен на уголь, а также ослабление рубля. В сегменте зарубежного проката зафиксирована нулевая EBITDA, что, впрочем, не стало неприятным сюрпризом, учитывая, что наиболее пессимистические оценки предполагали отрицательное значение показателя. Таким образом, рентабельность компании заметно выросла – на 4,3 п.п. до 18,3%. Чистая прибыль НЛМК по итогам 2 кв. составила 276 млн долл., увеличившись на 59%.

Денежного потока достаточно для финансирования капзатрат. Денежный поток от операционной деятельности до изменений в рабочем капитале вырос на 31% до 459 млн долл. При этом за счет пополнения рабочего капитала на сумму 155 млн долл. (после сокращения на сопоставимую величину в предыдущем квартале) чистый операционный денежный поток снизился на 40% до 304 млн долл. Рост оборотного капитала объясняется пополнением складских запасов после окончания зимнего периода, а также увеличением поставок слябов на прокатные предприятия зарубежных подразделений. Капитальные затраты во 2 кв. составили 453 млн долл., а за 1 п/г – 810 млн долл., что укладывается в рамки инвестпрограммы компании на 2012 г. (1,7 млрд долл.). Свободный денежный поток во 2 кв. оказался отрицательным (-148 млн долл.), однако по итогам 1 п/г его значение близко к нулю (-4 млн долл.). Согласно нашему прогнозу, компания и во второй половине года сможет финансировать свои капзатраты за счет операционной деятельности. Кроме того, во 2 кв. 2012 г. НЛМК произвел оплату второго транша в рамках сделки по приобретению активов Steel Invest and Finance (SiF) в размере 157 млн долл. (с накопленными процентами), а также выплатил дивиденды в объеме 114 млн долл.

Определенное беспокойство внушает высокая доля краткосрочного долга. Показатели общего и чистого долга во 2 кв. 2012 г. не претерпели серьезных изменений и составили 4,3 млрд долл. и 3,6 млрд долл. соответственно. Как мы и предполагали, отношение Чистый долг/EBITDA выросло с 1,7 на конец 1 кв. 2012 г. до 1,9 на конец 2 кв. 2012 г. Отметим, что доля краткосрочного долга, и до этого находившаяся на высоком уровне, к концу 2 кв. 2012 г. увеличилась до внушительных 45,4% (2,0 млрд долл.). Пик выплат по короткому долгу приходится на 4 кв. 2012 – 1 кв.

Обращающиеся выпуски

NLMKRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НЛМК БО-5	10 000 R	10,75	30 окт 12	7,07
НЛМК БО-1	5 000 R	9,75	4 дек 12	6,95
НЛМК БО-6	10 000 R	7,75	5 мар 13	7,69
НЛМК БО-2	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,63
НЛМК БО-3	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,59
НЛМК БО-7	10 000 R	8,95	11 ноя 14	8,36

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели НЛМК

US GAAP, млн долл.

	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	2012П
Выручка	11 729	3 094	3 257	12 214
Валовая прибыль	3 360	708	881	
EBITDA	2 284	432	596	1 966
Чистая прибыль	1 315	174	276	
Долг	4 380	4 474	4 343	
Чистый долг	3 583	3 549	3 574	3 632
Капитал	10 105	11 151	10 195	
Активы	17 257	18 609	17 103	
Валовая рентабельность, %	28,6	22,9	27,1	
Рентабельность по EBITDA, %	19,5	14,0	18,3	16,1
Долг / EBITDA	1,9	2,1	2,3	
Чистый долг / EBITDA	1,6	1,7	1,9	1,8
Акционерный капитал / Активы	0,6	0,6	0,6	
Акционерный капитал / Долг	2,3	2,5	2,3	
Коэфф. текущей ликвидности	1,9	1,6	1,5	
Доля краткосрочного долга, %	29,8	39,8	45,4	
Операционный денежный поток	1 805	502	304	2 184
Ден. поток от инв. деятельности	(1 869)	(123)	(603)	
Ден. поток от фин. деятельности	48	(183)	111	
Капзатраты	(2 048)	(358)	(453)	(1 868)
Свободный денежный поток	(243)	145	(148)	316
Опер. ден. поток / Капзатраты	0,9	1,4	0,7	1,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

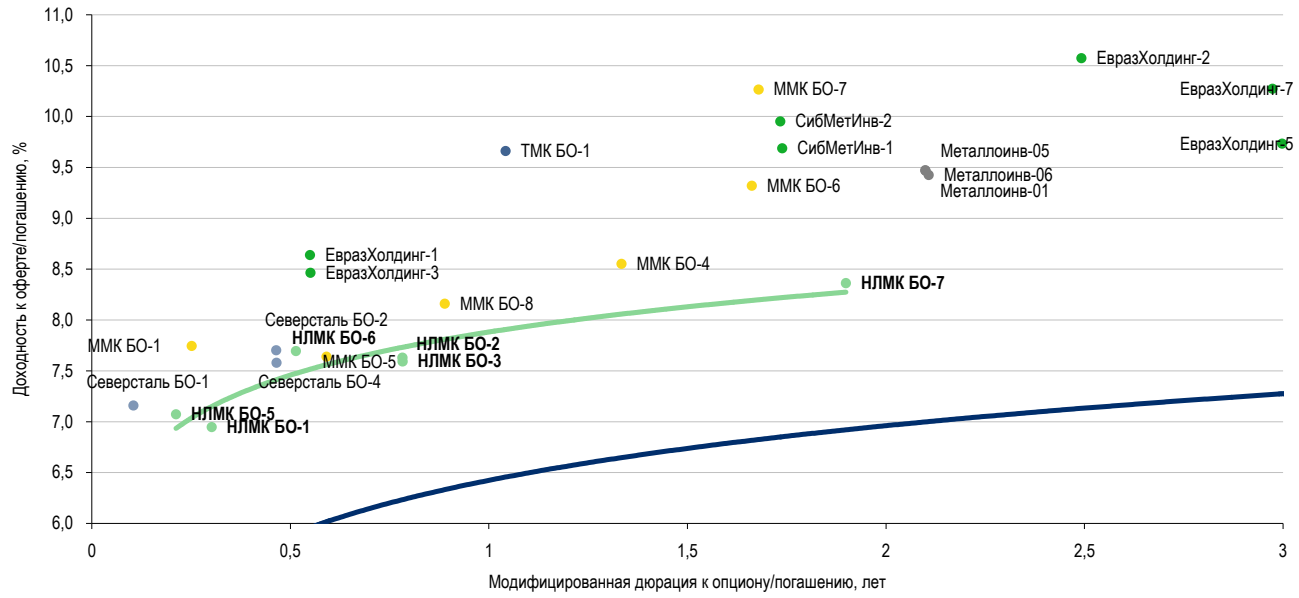
2013 г.: в октябре и декабре НЛМК предстоит погасить два выпуска биржевых облигаций – серии 01 и 05 общим объемом 15 млрд руб., а в марте – серии 06 объемом 10 млрд руб. Остальные выплаты относятся к погашению краткосрочной части предэкспортного кредита и консолидированных обязательств SiF. При этом на конец июня денежные средства и эквиваленты на балансе компании составляли лишь около 769 млн долл. В последней декаде июля НЛМК планировал выйти на рынок с двухлетним выпуском облигаций на 10 млрд руб., однако размещение было отложено. И хотя высокая величина краткосрочного долга компании вызывает у нас некоторое беспокойство, высокое кредитное качество эмитента позволяет нам предположить, что он не столкнется с серьезными сложностями при рефинансировании. В текущем году НЛМК может не раз выйти на рынок публичного долга – у компании зарегистрировано пять выпусков классических облигаций совокупным объемом 50 млрд руб., срок регистрации которых истекает в декабре, и один выпуск биржевых облигаций на 10 млрд руб. Нельзя исключать и привлечение крупного синдицированного кредита с целью рефинансирования задолженности.

Компания сдержанно оценивает перспективы 3 кв., мы понизили наш прогноз на конец 2012 г. В 3 кв. 2012 г. компания ожидает сезонного ослабления спроса на фоне ухудшения макроэкономической ситуации. Так, объем производства стали, скорее всего, останется на уровне 2 кв. 2012 г. (3,8 млн т), а выручка сократится на 5–10% за счет снижения рыночных цен. По прогнозу менеджмента, рентабельность по EBITDA в 3 кв. окажется в диапазоне 16–18%, что в подразумевает квартальное снижение EBITDA вплоть до 20%. По прошествии первой половины года можно сделать вывод, что мы, возможно, были излишне оптимистичны при оценке рыночной конъюнктуры и, соответственно, прогнозировании показателей НЛМК на конец 2012 г. Несмотря на то, что компания по-прежнему ожидает роста объема производства стали в 2012 г. на 25% год к году до 15 млн т, мы, приняв во внимание ценовую динамику, скорректировали наш прогноз выручки с 12,9 млрд долл. до 12,2 млрд долл. и понизили прогноз EBITDA с 2,5 млрд долл. до 2,0 млрд долл.

Мы не видим спекулятивных идей в бумагах компании. В целом неплохие финансовые результаты НЛМК за 2 кв. были ожидаемы. Мы сохраняем нейтральное отношение к бумагам эмитента. Слишком широкий, на первый взгляд, спред к ОФЗ для компании с инвестиционными рейтингами, равный 130 б.п., уравновешивается возросшими рисками ее кредитного профиля. В этой связи стоит еще раз обратить внимание на существенную величину краткосрочного долга НЛМК. Вместе с тем ожидавшееся нами ранее ухудшение показателя долговой нагрузки, вероятно, по большей части уже реализовано. Высокий показатель EBITDA за 1 п/г 2011 г. уже «выбыл» из расчета 12-месячного показателя, а для роста долга в абсолютном выражении причин мы не видим. Кроме того, после недавнего ухудшения прогноза по кредитному рейтингу нельзя сбрасывать со счетов возможное снижение и самого рейтинга, если компании не удастся восстановить рентабельность и совладать с ростом долговой нагрузки в 2012–2013 гг. При этом справедливым будет заметить, что среди бондов российских металлургических компаний выпуски НЛМК по-прежнему одни из самых надежных с фундаментальной точки зрения.

Облигации НЛМК спекулятивно неинтересны

Рублевые облигации компаний металлургического сектора, 08.08.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

		Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый долг / EBITDA	Коэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы
	Евраз		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
	Северсталь		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
	ММК		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
	НЛМК		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
	РУСАЛ		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
	Мечел		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
	ТМК		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
	Распадская		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
	Металлоинвест		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010	Кокс		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
	СУЭК		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
	АЛРОСА		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
	Развитые страны											
	ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
	Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
	Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5
	Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2
	Евраз	B+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2011	ММК	-/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	РУСАЛ	-	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	B+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	B/B2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны											
	ArcelorMittal	BBB-/Baa3/BBB	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
	Nippon Steel	BBB+/A3/BBB+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
	Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel	BB/Ba3/BB+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
	Vale	A-/Baa2/BBB+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
	Bumi	BB/Ba3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2
	Евраз		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
	Северсталь		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П	ММК		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
	НЛМК		12 214	1 966	16,1	1 868	1,2	4 027	2,0	1,8	2,0	0,7
	РУСАЛ		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
	Мечел		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
	ТМК		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
	Распадская		785	308	39,2	253	1,0	551	1,8	1,2	0,9	0,5
	Металлоинвест		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
	Кокс		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
	СУЭК		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
	АЛРОСА		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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, samojlovaa@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 Грищенкова, 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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@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