

ОЖИДАЕМОЕ УЛУЧШЕНИЕ ОПЕРАЦИОННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, НЕПРИЯТНЫЙ СЮРПРИЗ В ОТНОШЕНИИ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Вчера НЛМК, один из лидеров российской металлургической отрасли, опубликовал отчетность за 2009 г. по US GAAP, а также провел встречу с аналитиками. В IV квартале НЛМК увеличил выручку и операционную прибыль, что, однако, ожидалось рынком. Вместе с тем для нас стало неприятной неожиданностью увеличение чистого долга и, как следствие, рост долговой нагрузки по итогам 2009 г. выше ожидаемого нами уровня 0,65 в терминах Чистый долг/ЕБИТДА. Ниже представлены наши основные впечатления от отчетности.

- Данные за IV квартал отражают ожидаемое улучшение операционных показателей.** IV квартал 2009 г., как и ожидалось, оказался весьма успешным с точки зрения операционных результатов. В отчетном периоде выручка НЛМК составила 1,82 млрд. руб., увеличившись на 4,3% относительно III квартала 2009 г.; компания удалось также повысить эффективность – в IV квартале 2009 г. валовая рентабельность достигла 37,8% против 35,1% в III квартале 2009 г., а рентабельность ЕБИТДА возросла на 1,9 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом – до 28,7%. Увеличению операционных показателей способствовал рост цен на сталь, а также изменение ассортиментной политики в пользу продукции с высокой добавленной стоимостью, что позволило НЛМК увеличить продажи в денежном выражении, невзирая на сокращение физического объема реализации (в IV квартале 2009 г. продажи составили 2,79 млн. т., снизившись на 12,4% по сравнению с III кварталом 2009 г.).
- Сокращение выручки и рентабельности.** По итогам 2009 г. выручка НЛМК составила 6,14 млрд долл. Таким образом, несмотря на то что в 2009 г. компания произвела 10,6 млн т. стали, увеличив объем производства на 1% по сравнению с 2008 г., в денежном выражении продажи сократились на 48%. При этом ЕБИТДА за период снизилась на 70%, а рентабельность ЕБИТДА составила 23% (-17,1 п.п. год к году). Давление на прибыль НЛМК продолжает оказывать отсутствие вертикальной интеграции с добычей коксующегося угля, которое, однако, отчасти компенсируется положительной корреляцией между ценами на сталь и коксующийся уголь. Одновременно компания осуществляет инвестиции в собственное угольное месторождение Жерновское, что обеспечит НЛМК собственным углем в объеме 3 млн т в год.

ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2009 Г.

Ключевые финансовые показатели НЛМК, млн долл.

US GAAP	2008	2009	2009/2008,
Выручка	11 699	6 140	(47,5)
Валовая прибыль	5 391	1 990	(63,1)
ЕБИТДА	4 689	1 414	(69,8)
Чистая прибыль	2 277	98,1	(95,7)
Совокупный долг	3 010	2 495	(17,1)
<i>Краткосрочный долг</i>	1 080	557	(48,5)
<i>Денежные средства</i>	2 160	1 247	(42,3)
Чистый долг	850	1 248	46,9
Собственный капитал	8 723	8 610	(1,3)
Операционный денежный поток	2 781	1 394	(49,9)
Капзатраты	1 934	1 121	(42,1)
<i>Коэффициенты</i>			
Валовая рентабельность (%)	46,1	32,4	
Рентабельность ЕБИТДА (%)	40,1	23,0	
Долг/ЕБИТДА	0,6	1,8	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,2	0,9	
Чистый долг/Собств. капитал	0,1	0,1	
Доля краткосрочного долга (%)	35,9	22,3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

Отчетность за 2009 г.

Ключевые финансовые показатели НЛМК, млн долл.

US GAAP	2008	9 мес. 2009	2009	IV кв. 2009	% изм. IV кв.2009/ III кв.2009
Выручка	11 699	4 325	6 140	1 815	4,3
Валовая прибыль	5 391	1 304	1 990	686	12,4
ЕБИТДА	4 689	893	1 414	521	11,7
Чистая прибыль	2 277	(175,1)	98,1	273	88,3
					% изм. 2009/ 9 мес. 2009
Совокупный долг	3 010	2 529	2 495		(1,3)
Краткосрочный долг	1 080	957	557		(41,9)
Денежные средства	2 160	1 642	1 247		(24,0)
Чистый долг	850	887	1 248		40,7
Собственный капитал	8 723	8 393	8 610		2,6
Операционный денежный поток	2 781	1 251	1 394		11,4
Капзатраты	1 934	708	1 121		58,4
<i>Кoeffициенты</i>					
Валовая рентабельность, %	46,1	30,1	32,4	37,8	
Рентабельность ЕБИТДА, %	40,1	20,7	23,0	28,7	
Долг/ЕБИТДА*	0,6	1,8	1,8		
Чистый долг/ЕБИТДА*	0,2	0,6	0,9		
Чистый долг/Собств. капитал	0,1	0,1	0,1		
Доля краткосрочного долга, %	35,9	37,9	22,3		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

*ЕБИТДА за последние 12 мес.

- Устойчивая ликвидная позиция и вместе с тем рост долговой нагрузки.** Несмотря на то что ликвидная позиция НЛМК не вызывает у нас опасений – на конец 2009 г. коэффициент текущей ликвидности превысил 6,0, а краткосрочный долг в объеме 557 млн долл. более чем на 200% покрывается денежными средствами на балансе – увеличение долговой нагрузки НЛМК по итогам 2009 г. стало для нас неприятным сюрпризом. В связи с сокращением запаса денежных средств на конец 2009 г. чистый долг НЛМК увеличился до 1,25 млрд долл. против 887 млн. долл. на конец III квартала, а отношение Чистый долг/ЕБИТДА возросло до 0,9 против 0,6 на конец III квартала. Вместе с тем мы отмечаем как положительный фактор успеха НЛМК в рефинансировании краткосрочного долга в IV квартале 2009 г.: на конец 2009 г. доля краткосрочных кредитов сократилась до 22,3% против 37,9 на конец III квартала.
- Методика расчета показателей долговой нагрузки самой компанией заслуживает внимания.** Методика, применяемая компанией для расчета чистого долга, на наш взгляд, не слишком консервативна. В ходе вчерашней встречи с аналитиками, НЛМК представила собственный расчет показателей долговой нагрузки, из которого следует, что отношение Чистый долг/ЕБИТДА равно 0,55, а чистый долг составляет 796 млн долл. На наш взгляд, это излишне оптимистический подход – мы, в отличие от НЛМК, придерживаемся более консервативной методики и не учитываем при расчете чистого долга краткосрочные финансовые вложения, которые представлены кредитами дочерним компаниям.
- Масштабная инвестиционная программа не позволяет ожидать снижения долговой нагрузки НЛМК.** В 2009 г. инвестиции компании составили 1,1 млрд долл., а объем инвестиционной программы на 2010 г. составляет порядка 1,9 млрд. долл., из которых на расходы на поддержание деятельности приходится лишь около 250 млн долл., а остальные средства будут направлены на инвестиции в рамках программы технической модернизации, целью которой является увеличение производства стали на 40% к концу 2012 г., в том числе строительство завода в Калужской области. Общий объем инвестиций компании до конца 2012 г. составит порядка 4,2–4,5 млрд долл. По нашему прогнозу, ЕБИТДА НЛМК по итогам 2010 г. достигнет

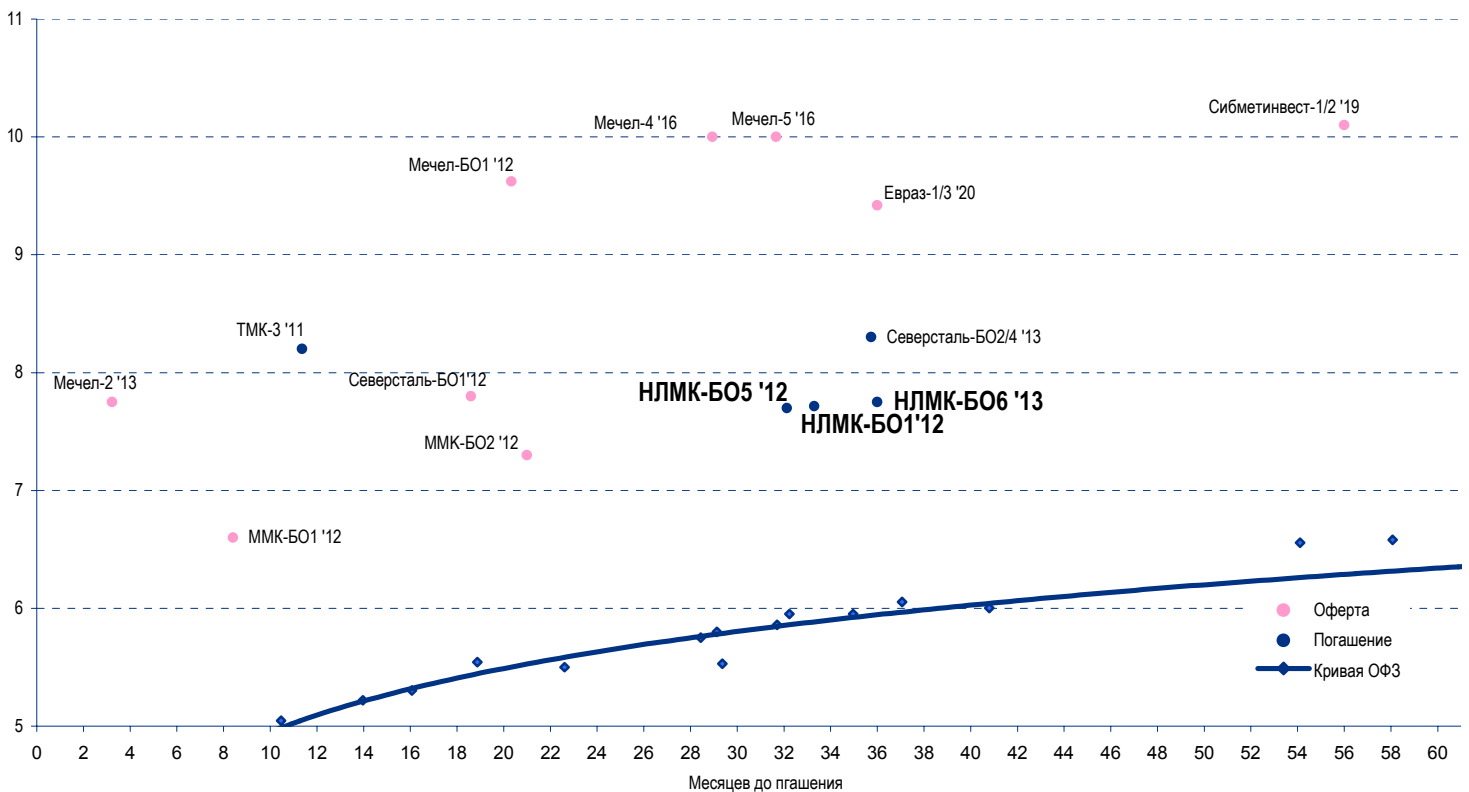
Отчетность за 2009 г.

приблизительно 2,5 млрд. долл., что не оставляет значительных резервов для снижения чистого долга в 2010 г. Вместе с тем в сопоставлении с ожидаемой в 2010 г. операционной прибылью инвестиционные планы компании не выглядят настолько масштабными, чтобы ожидать резкого роста ее долговой нагрузки. Отметим, что НЛМК не представил новой информации о программе размещения десятилетних облигаций объемом 50 млрд руб.

Облигации НЛМК справедливо оценены рынком. Повод обратить внимание на выпуски ММК (ВаЗ/ВВ). В настоящий момент выпуски НЛМК торгуются с премией в размере порядка 50 б.п. к рублевым обязательствам Газпрома и ЛУКОЙЛа, что мы считаем справедливым уровнем и не видим потенциала роста котировок обязательств НЛМК. При этом мы хотели бы привлечь внимание инвесторов к выпускам ММК (ВаЗ/ВВ), предлагающим премию в размере порядка 30–35 б.п. к обязательствам НЛМК. В настоящее время кредитные рейтинги ММК ниже, чем у НЛМК, однако в ближайшее время мы склонны ожидать положительной реакции рейтинговых агентств на улучшение кредитного профиля ММК. Согласно нашему прогнозу, на конец 2010 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА у обеих компаний будет находиться на одном уровне (порядка 1,0–1,1) и мы полагаем, что спред между выпусками ММК и НЛМК будет сужаться по мере дальнейшего сближения их кредитных метрик.

Рублевые облигации российских металлургических компаний

Рублевые выпуски горно-металлургического сектора



Источники: ММВБ

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
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
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010