

### ПО-ПРЕЖНЕМУ ЛИДЕР С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

#### Результаты за I квартал 2010 г.

В пятницу НЛМК, пожалуй, последним из российских эмитентов металлургической отрасли, опубликовал отчетность за I квартал 2010 г. по US GAAP, а также провел телефонную конференцию для аналитиков. Отчетность показала снижение операционных результатов по итогам I квартала, что, впрочем, было характерно для всех эмитентов металлургического сектора.

**Операционные показатели несколько ухудшились...** Отчетность за I квартал 2010 г. показала снижение операционных результатов по сравнению с предыдущим кварталом, обусловленное фактором сезонности, а также ухудшением рыночной конъюнктуры, в частности смещением спроса в сторону продукции с более низкой добавленной стоимостью и общим падением цен на продукцию НЛМК. Выручка НЛМК за первые три месяца 2010 г. составила 1,7 млрд долл., сократившись на 6,5% по сравнению с IV кварталом 2009 г. В то же время в натуральном выражении продажи компании остались на уровне предыдущего квартала и составили 2,8 млн т. Операционная прибыль НЛМК показала еще более значительное снижение в связи с опережающим ростом цен на сырье и услуги естественных монополий. В частности, в I квартале 2010 г. цены на коксующийся уголь повысились на 18%, на лом – на 19%, железнодорожный тариф вырос на 9,4%. В результате затраты НЛМК на тонну слябов в этот период увеличились на 19% (до 286 долл.), в то время как средняя цена стали снизилась на 4% до 566 долл./т. Структура продаж в отчетном периоде также изменилась не в лучшую сторону – реализация продукции с высокой добавленной стоимостью заметно сократилась (в частности продажи трансформаторной и динамической стали снизились на 23% и 17% соответственно), в то время как продажи слябов и горячекатаной стали возросли соответственно на 11% и 27%. В структуре выручки продукция с высокой добавленной стоимостью по итогам I квартала 2010 г. составила 32,4% против 36,1% в IV квартале 2009 г. Как следствие, рентабельность компании по EBITDA снизилась до 22,8% с 28,7% в предыдущем квартале. Вместе с тем по сравнению с I кварталом 2009 г. НЛМК продемонстрировала значительные улучшения: рост выручки составил 31,2%, а EBITDA при этом практически удвоилась.

**..но долговая нагрузка опасений не вызывает.** Теперь при расчете показателей долговой нагрузки не учитываются слабые результаты I квартала 2009 г., и в итоге, несмотря на сокращение операционной прибыли в первые три месяца 2010 г., долговая нагрузка НЛМК, выраженная отношением Чистый долг/LTM EBITDA, не изменилась и, как и на начало 2010 г., составляет 0,9. Заметим, что наш подход к оценке кредитоспособности компании более консервативен, чем методика, применяемая самой компанией, так как при расчете величины чистого долга, мы в отличие от НЛМК, не учитываем краткосрочные финансовые вложения, представленные кредитами дочерним компаниям. По оценке НЛМК, отношение Чистый долг/LTM EBITDA составляет 0,6. Ликвидная позиция НЛМК остаётся весьма устойчивой – на конец I квартала коэффициент текущей ликвидности составил 2,7, в совокупном долговом портфеле компании долгосрочный долг составляет порядка 78%, а краткосрочный более чем на 200% покрывается денежными средствами на балансе.

#### Ключевые финансовые показатели НЛМК, млн долл.

US GAAP	2008	9 мес. 2009	2009	I кв. 2010	% изм. I кв.2010/ I кв.2009	% изм. I кв.2010/ IV кв.2009
Выручка	11 699	4 325	6 140	1 697	31,2	(6,5)
Валовая прибыль	5 391	1 304	1 990	524	2,6	(23,6)
EBITDA	4 689	893	1 414	388	98,0	(25,6)
Чистая прибыль	2 277	(175)	98	132		
Совокупный долг	3 010	2 529	2 495	2 536		
Краткосрочный долг	1 080	957	557	544		
Денежные средства	2 160	1 642	1 247	1 157		
Чистый долг	850	887	1 248	1 379		
Собственный капитал	8 723	8 393	8 610	8 915		
OCF	2 781	1 251	1 394	103		
CAPEX	1 934	708	1 121	234		
<i>Коэффициенты</i>						
Валовая рентабельность (%)	46,1	30,1	32,4	30,9		
Рентабельность EBITDA (%)	40,1	20,7	23,0	22,8		
Долг/EBITDA*	0,6	1,8	1,8	1,6		
Чистый долг/EBITDA*	0,2	0,6	0,9	0,9		
Чистый долг/Собств. капитал	0,1	0,1	0,1	0,2		
Доля краткосрочного долга (%)	35,9	37,9	22,3	21,5		

\* EBITDA за последние 12 мес.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Ждем лучших результатов во II квартале 2010 г., однако в отношении перспектив второго полугодия компания менее оптимистична.** НЛМК ожидает, что во II квартале 2010 г. объем продаж в натуральном выражении возрастет на 10% по сравнению с предыдущим кварталом и составит 3 млн т; при этом компания оценивает рост цен на продукцию в этот период в 20–30% и прогнозирует рентабельность по EBITDA на уровне 25–30%. Вместе с тем прогнозы НЛМК на II полугодие нынешнего года уже менее оптимистичны в связи с ожидаемым снижением цен на многие виды продукции компании, обусловленным ухудшением ситуации на рынке стали в последние месяцы.

**Давление на котировки маловероятно. Кредитное качество не вызывает опасений.** Кредитный профиль компании остается, пожалуй, самым прочным среди компаний металлургического сектора, что в том числе отражено и в кредитных рейтингах НЛМК (компания является единственным эмитентом сектора, которому присвоен рейтинг инвестиционной категории). Учитывая, что снижение операционных показателей в I квартале 2010 г. было характерно для всех публичных компаний металлургической отрасли, публикация отчетности, на наш взгляд, не окажет влияния на котировки облигаций НЛМК. В настоящее время бумаги НЛМК торгуются со спредом в размере порядка 150 б.п. к кривой ОФЗ, что соответствует доходности на уровне 7,4–7,6% в зависимости от срочности, и мы полагаем, что дальнейшая динамика котировок будет определяться рыночной конъюнктурой. Несмотря на то что компания довольно осторожна в оценках перспектив II полугодия, мы не склонны драматизировать ситуацию – принимая во внимание, что EBITDA во II квартале может составить 700 млн долл., некоторое дальнейшее ухудшение показателей не должно привести к росту долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA выше единицы даже с учетом инвестиционной программы, которая на этот год запланирована в размере 1,9 млрд долл. Стоит также учесть, что в своих прогнозах компания традиционно весьма консервативна.

## 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@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

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Аналитическое управление

#### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсикина, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/

#### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@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 он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. 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