

### ВОЛНОВАТЬСЯ ПОКА НЕ О ЧЕМ, ГЛАВНАЯ ИНТРИГА ВПЕРЕДИ

#### Хорошие результаты за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

**Выручка увеличилась, EBITDA сократилась незначительно.** Вчера НЛМК опубликовал отчетность за III квартал и 9 месяцев 2010 г. по US GAAP, а также провел телефонную конференцию для аналитиков. По итогам III квартала выручка НЛМК составила 2,2 млрд долл., увеличившись на 3,5% по сравнению с предыдущим кварталом (заметим, что другие металлургические компании, опубликовавшие результаты за 9 месяцев 2010 г. продемонстрировали снижение операционных показателей в III квартале). Сохранению положительной динамики выручки НЛМК способствовало увеличение продаж на внутреннем рынке в III квартале до 40% (в то время как в натуральном выражении доля продаж в России в этот период составила 35%). Заметим, что НЛМК экспортирует продукцию начального передела, в то время как на внутренний рынок поступает в основном продукция с высокой добавленной стоимостью, доля которой в совокупной выручке НЛМК в III квартале составила 29%. Стабильный спрос на продукцию с высокой добавленной стоимостью НЛМК объясняет восстановлением строительного рынка. Вместе с тем компании не удалось полностью отразить в ценах на свою продукцию рост издержек, связанный с увеличением стоимости сырья, что привело к снижению EBITDA в III квартале на 9,3% до 681 млн долл. (оговоримся, что наш метод расчета EBITDA отличается от применяемого компанией). Рентабельность по EBITDA, хоть и сократилась в III квартале до 30,5% (против 34,8% кварталом ранее), однако по-прежнему остается самой высокой в отрасли. В целом за 9 месяцев 2010 г. выручка НЛМК достигла 6,09 млрд долл. (+41% год к году), EBITDA увеличилась на 103,5% до 1,82 млрд долл., а рентабельность по EBITDA составила 29,9% (+9,2 п.п. год к году).

**Долговая нагрузка остается низкой.** Кредитный профиль НЛМК остается весьма устойчивым – отношение Чистый долг/LTM EBITDA по итогам 9 месяцев текущего года составило 0,5, что, хоть и несколько выше, чем на конец I полугодия, является более чем комфортным уровнем. В III квартале несколько увеличился долг НЛМК в абсолютном выражении – это связано с выборкой кредита для финансирования строительства производственной площадки в Липецке. При расчете величины чистого долга мы учитываем краткосрочные финансовые вложения, которые, как нам пояснила компания, представлены депозитами в банках. Ликвидная позиция НЛМК очень сильная – на 30 сентября коэффициент текущей ликвидности был равен 2,4, при этом в совокупном долгом портфеле компании долгосрочный долг составляет 77,6%, а денежные средства на балансе в два с половиной раза превышают краткосрочный долг.

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

US GAAP	2009	II кв. 2010	I п/г 2010	III кв. 2010	9 мес. 2010	9 мес. 2009	Изм. II кв.2010/I кв. 2009, %	Изм. 9 мес.2010/ 9 мес. 2009, %
Выручка	6 140	2 156	3 853	2 231	6 085	4 325	3,5	40,7
Валовая прибыль	1 990	887	1 411	859	2 270	1 304	(3,1)	74,1
EBITDA	1 414	750	1 137	681	1 818	893	(9,3)	103,5
Совокупный долг	2 495		2 367		2 653			
Краткосрочный долг	557		539		595			
Денежные средства	1 699		1 418		1 506			
Чистый долг	796		949		1 148			
Собственный капитал	8 610		8 797		9 442			
Операционный денежный поток	1 394	346	449	558	1 007			
Капвложения	1 121	378	612	371	983			
<b>Коэффициенты</b>								
Валовая рентабельность, %	32,4	41,1	36,6	38,5	37,3	30,1		
Рентабельность EBITDA, %	23,0	34,8	29,5	30,5	29,9	20,7		
Долг/EBITDA*	1,8		1,1		1,1			
Чистый долг/EBITDA*	0,6		0,4		0,5			
Чистый долг/Собств. капитал	0,1		0,1		0,1			
Доля краткосрочного долга, %	22,3		22,8		22,4			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\* EBITDA за последние 12 мес.

Хорошие результаты за III квартал и 9 месяцев 2010 г.

**Очень консервативный прогноз на IV квартал 2010 г.** НЛМК представила довольно пессимистичный прогноз на IV квартал текущего года, предполагающий сокращение рентабельности по EBITDA до 20-25% при росте выручки на 3% квартал-к-кварталу. Это означает квартальное падение EBITDA на 15–30% до 460–575 млн долл. Столь резкое снижение EBITDA в этот период несмотря на восстановление цен в декабре объясняется особенностями цикла признания выручки по экспортным продажам, который у НЛМК составляет 45-60 дней. Таким образом в финансовых результатах IV квартала найдет отражение ухудшение рыночной конъюнктуры, произошедшее в III квартале, в то время, как восстановление спроса, начавшееся в декабре, будет учтено уже в показателях за I квартал 2011 г. Также низкие прогнозы на IV квартал связаны с высокими ценами на уголь, в то время как запасы дешевого угля у компании закончились. Заметим, что на IV квартал также придется пик инвестиционных расходов, которые в этот период составят 600 млн долл (компания подтвердила, что запланированный на 2010 г. объем капитальных затрат на уровне 1,6 млрд долл. уже практически освоен). В связи с высоким объемом капитальных затрат и при этом сокращением операционной прибыли, компания, как мы полагаем, будет использовать накопленную ликвидность, что приведет к росту долговой нагрузки по итогам 2010 г. В то же время отношение Чистый долг/EBITDA вряд ли превысит 1, так что крепкому кредитному профилю НЛМК ничто не угрожает.

**Консолидация Dufenco – главная интрига будущего года.** НЛМК планирует консолидировать оставшиеся 50% акций СП с компанией Dufenco в I квартале 2011 г. Dufenco располагает сталелитейными мощностями в Европе и США, способными ежегодно производить до 6 млн т стали. Ожидается, что объемы сталепроизводства НЛМК-Dufenco в 2010 г. составят 3,8 млн т. В то же время компания обременена значительным долгом общим объемом 1,4 млрд евро, включая 600 млрд евро долга перед акционерами (в том числе долг в размере около 300 млн евро – непосредственно перед НЛМК). При таком значительном долге EBITDA Dufenco в нынешнем году не превысит 120–130 млн евро. Ясно, что консолидация долга Dufenco в размере 800 млрд евро при незначительном вкладе этой компании в EBITDA может существенно изменить ситуацию с долговой нагрузкой НЛМК в худшую сторону и даже привести к пересмотру рейтингов компании. Однако менеджмент НЛМК пока не дает однозначного ответа на вопрос, каким образом будет осуществлена консолидация, так что мы бы рекомендовали не торопиться с выводами, пока ситуация не прояснится.

**Облигации оценены справедливо.** Кредитный профиль НЛМК остается, пожалуй, самым устойчивым среди компаний металлургического сектора, что, кроме прочего, отражено и в кредитных рейтингах компании (ей присвоен рейтинг инвестиционной категории). В настоящее время бумаги НЛМК торгуются со спредом не более 75 б.п. к кривой ОФЗ, что соответствует доходности на уровне 7–7,3% в зависимости от срочности и выглядит справедливой компенсацией за кредитный риск. Новостей о том, планирует ли компания размещать новые займы (общий объем зарегистрированных выпусков равен 75 млрд руб.), по-прежнему нет.

## 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, karpovaam@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

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@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, myrsikovann@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

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

#### Макроэкономика

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

#### Банки

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

#### Английский язык

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

### Редактирование/Перевод

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

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

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@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 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