

СИЛЬНЫЕ КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ ПОДТВЕРЖДЕНЫ

Результаты за 2010 г. по US GAAP

Выручка осталась без изменений, а EBITDA сократилась, как и ожидалось. Вчера НЛМК опубликовал отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP и провел телефонную конференцию для аналитиков. В IV квартале выручка составила 2,27 млрд долл., практически не изменившись по сравнению с предыдущим кварталом (рост всего на 1,6%). В то же время EBITDA заметно сократилась квартал к кварталу – на 25,9% до 505 млн долл., а рентабельность по EBITDA снизилась до 22,3% с 30,5% кварталом ранее. Впрочем, столь существенное сокращение EBITDA не стало для рынка сюрпризом, так как ранее при публикации отчетности за 9 месяцев 2010 г. менеджмент НЛМК предупреждал о возможном снижении операционной прибыли в IV квартале на 15–30%. Резкое снижение EBITDA, несмотря на восстановление цен в декабре, объясняется продолжительностью цикла признания выручки по экспортным продажам, который у НЛМК составляет 45–60 дней (при этом доля экспорта в выручке превышает 60%). Таким образом, ухудшение рыночной конъюнктуры в III квартале отражено в финансовых результатах IV квартала, в то время как начавшееся в декабре восстановление спроса будет учтено уже в показателях за I квартал 2011 г. (в котором, по прогнозу компании, рентабельность по EBITDA может вырасти до 25%). Еще одной причиной снижения финансовых показателей в IV квартале стали высокие цены на уголь, тогда как запасы дешевого угля у компании закончились.

Операционные показатели за 2010 г. в целом выглядят весьма достойно. Выручка НЛМК по итогам 2010 г. достигла 8,35 млрд долл. (+36% год к году), в то время как в натуральном выражении продажи возросли на 11% (до 11,73 млн т). По итогам года EBITDA увеличилась на 64,2% до 2,32 млрд долл., при этом рентабельность по EBITDA составила 27,8% (+4,8 п.п. год к году). Рост выручки во многом был обусловлен увеличением доли продаж на внутреннем рынке в 2010 г. до 41% (32% в натуральном выражении). Заметим, что НЛМК экспортирует продукцию начального передела, тогда как на внутренний рынок поступает в основном продукция с высокой добавленной стоимостью, стабильный спрос на которую НЛМК объясняет восстановлением строительного рынка в 2010 г., ожидая продолжения этой тенденции в текущем году.

Капзатраты в 2010 г. превысили операционный денежный поток. Объем капитальных затрат НЛМК был запланирован на уровне 1,6 млрд долл., а фактически они составили 1,46 млрд долл. При этом, как мы и ожидали, ввиду сокращения операционной прибыли компания была вынуждена направить на финансирование инвестиций накопленную ликвидность, что привело к увеличению чистого долга в IV квартале.

Ключевые финансовые показатели НЛМК, млн долл.

US GAAP	2009	9 мес. 2010	III кв. 2010	VI кв. 2011	2010	IV кв.2010/ III кв. 2010, %	Изм. 2010/ 2009, %
Выручка	6140	6085	2231	2266	8351	1,6	36,0
Валовая прибыль	1990	2270	859	678	2948	(21,1)	48,2
EBITDA	1414	1818	681	505	2322	(25,9)	64,2
Операционный денежный поток	1394	1007	558	425	1431	(23,9)	
Капвложения	1121	983	371	480	1463	29,4	
						2010/ 9 мес. 2010, %	
Совокупный долг	2495	2653			2625	(1,1)	
Краткосрочный долг	557	595			526	(11,6)	
Денежные средства	1699	1506			1171	(22,3)	
Чистый долг	796	1148			1454	26,7	
Собственный капитал	8610	9442			9554	1,2	
<i>Коэффициенты</i>							
Валовая рентабельность, %	32,4	37,3	38,5	29,9	35,3		
Рентабельность EBITDA, %	23,0	29,9	30,5	22,3	27,8		
Долг/EBITDA*	1,8	1,1			1,1		
Чистый долг/EBITDA*	0,6	0,5			0,6		
Чистый долг/Собств. капитал	0,1	0,1			0,2		
Доля краткосрочного долга, %	22,3	22,4			20,0		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* EBITDA за последние 12 мес.

Долговая нагрузка остается низкой. Несмотря на снижение операционной прибыли в IV квартале, кредитный профиль НЛМК остается очень прочным – отношение Чистый долг/EBITDA по итогам 2010 г. составило 0,6, что хотя и немного превышает значение данного показателя на конец III квартала, но все же является более чем комфортным уровнем. Ликвидная позиция НЛМК также остается весьма устойчивой – на 31 декабря 2010 г. коэффициент текущей ликвидности был равен 1,5, при этом доля долгосрочного долга в совокупном долговом портфеле составляет 80%, а денежные средства на балансе более чем в два раза превышают краткосрочный долг.

О консолидации Dufenco... НЛМК планирует завершить подготовку к сделке по консолидации оставшихся 50% акций СП с компанией Dufenco до конца II квартала 2011 г. Dufenco принадлежат сталелитейные заводы в Европе и США суммарной производственной мощностью до 6 млн т стали в год. В 2010 г. объем производства стали НЛМК-Dufenco составил 3,6 млн т. Основным поводом для беспокойства держателей облигаций НЛМК может стать значительный долг СП НЛМК-Dufenco общим объемом 1,4 млрд евро (включая задолженность перед банками в размере 1 млрд долл., подлежащую консолидации на балансе НЛМК), учитывая, что EBITDA Dufenco в 2010 г. составила лишь 52 млн долл. при чистом убытке 100 млн долл. Представители компании пояснили, что не ожидают негативной реакции со стороны рейтинговых агентств, так как после консолидации отношение Чистого долга к EBITDA не превысит 1. Кроме того, после консолидации НЛМК рассчитывает заметно увеличить загрузку мощностей Dufenco, что, помимо общего роста производства, будет способствовать диверсификации по географическому признаку и должно быть позитивно воспринято аналитиками рейтинговых агентств.

...и экспансии в угольный сегмент. Как заявил менеджмент НЛМК, компания не заинтересована в покупке Распадской, варианты приобретения других угольных активов также не рассматриваются. В целях повышения самообеспеченности углем оптимальным вариантом НЛМК считает разработку собственного месторождения «Жерновское», начало добычи на котором запланировано уже на 2014 г., а в 2016 г. ожидается выход на полную мощность (3,6 млн т в год). Инвестиции в этот проект в 2011–2014 г. составят порядка 800–900 млн долл, а инвестиционная программа на текущий год запланирована в объеме 2 млрд долл. (рост на 37% по сравнению с 2010 г.).

Облигации оценены справедливо. Кредитный профиль компании остается весьма устойчивым, что, помимо прочего, подтверждается наличием инвестиционного рейтинга. В настоящее время максимальный спред бумаг НЛМК к кривой ОФЗ составляет 100 б.п., что соответствует доходности на уровне 6,6–7,0% в зависимости от срочности и выглядит справедливой компенсацией за кредитный риск. Информации о том, планирует ли НЛМК 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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия/Политика

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

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

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
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 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 2011