

## УМЕРЕННЫЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ПРИ СТАБИЛЬНОМ РАЗМЕРЕ ДОЛГА

### Компания опубликовала хорошие результаты 1 кв. 2012 г. по US GAAP

**Рентабельность частично восстановилась.** Группа НЛМК опубликовала хорошую финансовую отчетность за 1 кв. 2012 г. по US GAAP. Выручка НЛМК почти не изменилась (здесь и далее – относительно предыдущего квартала, если не указано иное), составив 3,1 млрд долл. Показатель EBITDA, как и прогнозировала компания, вырос на 15% до 432 млн долл., а рентабельность по EBITDA повысилась на 1,7 п.п. до 14%. Рост рентабельности связан с улучшением результатов у отстающих по поэтому показателю бизнес-сегментов. Так, рентабельность по EBITDA сегмента сортовой продукции составила 8%, а зарубежный дивизион почти вышел на уровень безубыточности (-1%), сократив убыток по EBITDA с почти 100 млн долл. до 10 млн долл. Этому способствовало увеличение загрузки мощностей на 17%, а также ослабление влияния дорогостоящих запасов слябов, аккумулированных в 2011 г. Чистая прибыль НЛМК за 1 кв. 2012 г. составила 174 млн долл., увеличившись на 41%.

**Компания уточнила опубликованные ранее операционные результаты 1 кв. 2012 г.** Операционные результаты по итогам 1 кв. 2012 г. были опубликованы ранее, а сегодня НЛМК уточнил данные по объему продаж. За отчетный период компания увеличила выплавку стали на 14% до 3,6 млн т благодаря повышению мощности доменной печи №7 на липецкой площадке и возвращению в строй второй электродуговой печи в подразделении «НЛМК Сортовой прокат» после ремонта трансформатора в январе 2012 г. Консолидированный объем продаж компании вырос на 9% и достиг 3,9 млн т. Средние цены реализации продукции снизились на 5% в результате ухудшения ценовой конъюнктуры в 4 кв. 2011 г. К слову, прежние прогнозы компании, предусматривавшие рост средних цен в 1 кв. 2012 г. на 5–7%, не оправдались.

**Свободный денежный поток оказался положительным.** Чистый операционный денежный поток компании составил 502 млн долл., увеличившись на 57%. Объем капзатрат, наоборот, снизился на 31% до 358 млн долл. Это в совокупности обеспечило положительный свободный денежный поток на уровне 145 млн долл. против минус 199 млн долл. в предыдущем квартале. Ранее компания сообщала, что в нынешнем году ее капзатраты составят 1,7 млрд долл. Наш текущий прогноз предполагает, что операционного денежного потока НЛМК будет достаточно для финансирования инвестпрограммы, однако пока не улучшающаяся конъюнктура на рынке стали может заставить нас пересмотреть оценки. Основные проекты компании – строительство калужского завода по выпуску сортового проката мощностью 1,5 млн т и расширение мощностей по производству железорудного сырья.

**Долговая нагрузка несущественно выросла на фоне более низкой, чем год назад, EBITDA.** Общий долг компании в 1 кв. 2012 г. незначительно вырос относительно конца 2011 г. – на 2%, до 4,5 млрд долл. Чистый долг за тот же период сократился на 1%

#### Обращающиеся выпуски

##### NLMKRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НЛМК БО-5	10 000 R	10,75	30 окт 12	7,48
НЛМК БО-1	5 000 R	9,75	4 дек 12	7,81
НЛМК БО-6	10 000 R	7,75	5 мар 13	7,92
НЛМК БО-2	5 000 R	8,75	21 июн 13	8,12
НЛМК БО-3	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,86
НЛМК БО-7	10 000 R		11 ноя 14	8,45

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели НЛМК

##### US GAAP, млн долл.

	4 кв 11	2 011	1 кв. 12	2012П
Выручка	3 053	11 729	3 094	12 915
Валовая прибыль	762	3 360	708	
ЕБИТДА	377	2 284	432	2 561
Чистая прибыль	124	1 315	174	1 740
Долг		4 380	4 474	
Чистый долг		3 583	3 549	3 757
Капитал		10 105	11 151	
Активы		17 257	18 609	
Валовая рентаб., %	25,0	28,6	22,9	
Рентаб. по EBITDA, %	12,3	19,5	14,0	19,8
Долг/EBITDA		1,9	2,1	
Чистый долг / EBITDA		1,6	1,7	1,5
Акц. капитал/Активы		0,6	0,6	
Акц. капитал/Долг		2,3	2,5	
Козэфф. тек. ликвидности		1,9	1,6	
Доля краткоср. долга, %		30	39,8	
Опер. ден. поток	320	1 805	502	2 179
Ден. поток от инвест. деят-ти	(735)	(1 869)	(123)	
Ден. поток от фин. деят-ти	354	48	(183)	
Капзатраты	(519)	(2 048)	(358)	(1 975)
Свобод. ден. поток	(199)	(243)	145	204
Опер. ден. поток/Капзатраты	0,6	0,9	1,4	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

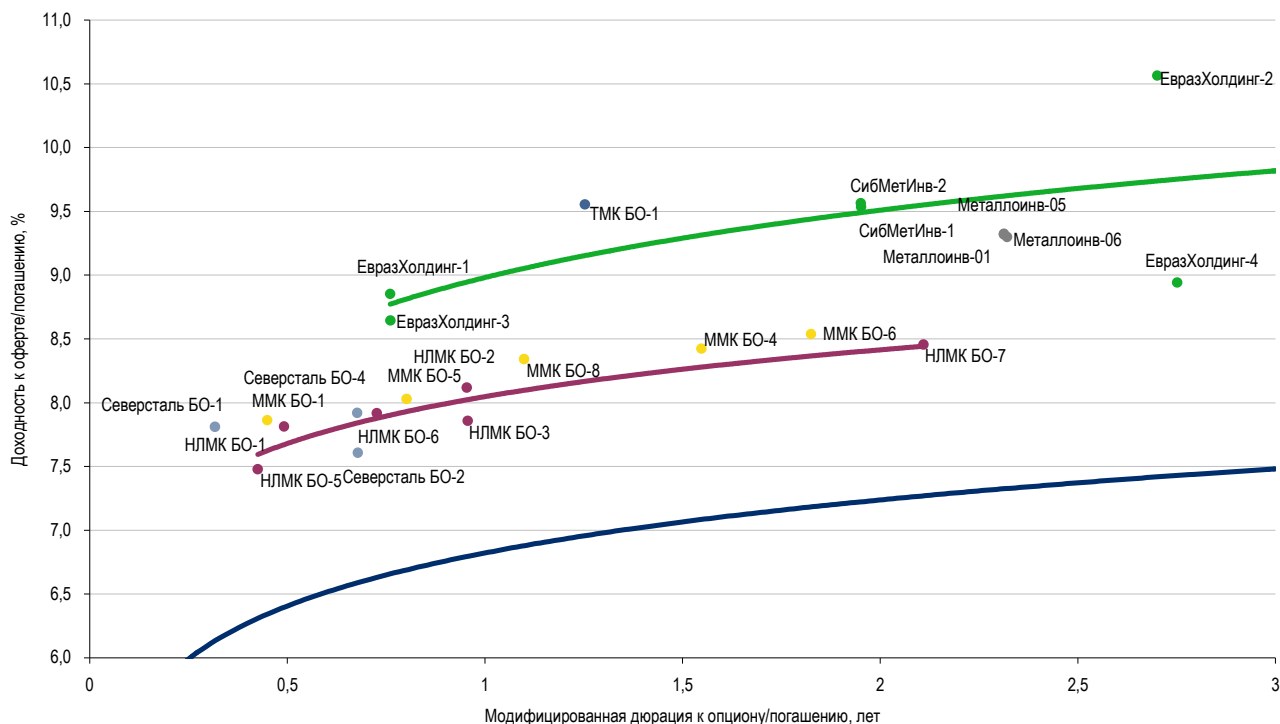
до 3,6 млрд долл. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА к концу отчетного периода повысилось до 1,7 с 1,6 на конец 2011 г. Существенно увеличилась доля краткосрочного долга – к концу 1 кв. 2012 г. она достигла 40%. В течение ближайшего года НЛМК предстоит рефинансировать задолженность на существенную сумму 1,8 млрд долл., при этом на его балансе находится 926 млн долл. денежных средств, а кроме того, у компании имеется доступ к невыбранным кредитным линиям объемом около 1 млрд долл. Учитывая небольшую долговую нагрузку и высокий кредитный рейтинг НЛМК, мы не ожидаем, что у группы возникнут сложности с рефинансированием займа, хотя величина краткосрочного долга выглядит значительной.

**Оптимистический прогноз на 2 кв. 2012 г.** Компания представила достаточно оптимистический прогноз на 2 кв. 2012 г. Так, она рассчитывает добиться роста выручки на 10% квартал к кварталу на фоне увеличения объема продаж. Последнее планируется обеспечить благодаря наращиванию производственной мощности за счет ввода доменной печи «Россиянка», а также стабильно высокому спросу на продукцию. Также компания предполагает, что ее рентабельность по ЕБИТДА может вырасти до 17–19%, а это, по сути, означает, что показатель ЕБИТДА за 2 кв. 2012 г. возрастет на 34–50% – довольно оптимистичная оценка. В случае, если прогноз компании оправдается, а размер чистого долга не претерпит серьезных изменений (для которых мы не видим предпосылок), долговая нагрузка увеличится до 1,8–1,9 по коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА к концу 1 п/г 2012 г. Рост долговой нагрузки при кажущемся существенным прогнозируемом поквартальном росте ЕБИТДА объясняется выбытием из расчета высокого показателя за 2 кв. 2011 г. на уровне 840 млн долл. (максимальное квартальное значение ЕБИТДА в 2011 г.)

**Облигации оценены справедливо.** Кредитный спред облигаций НЛМК вследствие увеличения рыночного предложения и ухудшения кредитных метрик расширился с конца 2011 г. до 120–130 б.п. и сейчас остается в этом диапазоне. С одной стороны, такая премия слишком велика для эмитента с инвестиционными рейтингами. С другой стороны, наш и без того достаточно оптимистический прогноз на 2012 г. не предполагает существенного улучшения финансовых показателей, и, таким образом, факторов сужения спреда мы также не видим. Кроме того, нельзя исключать возможности снижения рейтингов, в случае если компания не сможет совладать с ростом долговой нагрузки. Отметим, что в краткосрочной перспективе, учитывая всерьез ухудшающуюся рыночную конъюнктуру, бумаги НЛМК на фоне других металлургических облигаций выглядят сравнительно надежными.

### Облигации НЛМК, на наш взгляд, оценены справедливо

Рублевые облигации металлургических компаний с рейтингом не ниже BB-/Ba3, 16.05.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Март 21, 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321\\_FL\\_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FL_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru)

Результаты 1 кв. 2012 г. по US GAAP

## Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы
<b>Химическая промышленность</b>											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
<b>Развитые страны</b>											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
<b>Развитые страны</b>											
		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
		38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
		21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
		7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
<b>Химическая промышленность</b>											
		4 467	1 645	36,8	810	1,5	3 003	1,8	1,3	2,6	0,4
		2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
		15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2 011		9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
		11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
		12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
		12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
		6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
		726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
		9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
		1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
		5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
		4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
<b>Химическая промышленность</b>											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
<b>Металлургия и горное дело</b>											
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		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, samojlova@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, 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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

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

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

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

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@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

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@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, grinkruges@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 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 2012