

ВЗЯТ КУРС НА СНИЖЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Финансовые результаты за 4 кв. и 2012 г. по US GAAP

Ожидаемо слабый квартал. Вчера НЛМК опубликовал финансовые результаты за 4 кв. и весь 2012 г., которые мы можем охарактеризовать как в целом нейтральные. Итоги последнего квартала прошедшего года оказались ожидаемо слабыми и отразили основные отраслевые тенденции. Выручка в 4 кв. по сравнению с предыдущим кварталом сократилась на 7% до 2,8 млрд долл., EBITDA снизилась на 19% до 389 млн долл., а рентабельность опустилась до минимального значения за год, составив 13,8% против 16% кварталом ранее, но оказавшись, тем не менее, выше, чем у Северстали (11,1% в 4 кв.). В 4 кв. НЛМК вследствие разовых статей понес незначительный убыток в размере 6 млн долл. Результаты за весь 2012 г. в целом выглядят неплохо: выручка возросла на 4% год к году до 12 млрд долл., EBITDA сократилась на 17% до 1,9 млрд долл. (в то время как выручка и EBITDA Северстали снизились на 11% и 39% соответственно). Рентабельность по EBITDA составила 24% против 29% в 2011 г., что все же остается одним из самых лучших показателей в секторе.

Европейский сегмент продолжает негативно влиять на консолидированную рентабельность. Зарубежный сталелитейный сегмент показал убыток по EBITDA в размере 72 млн долл. Как и раньше, основные убытки понес европейский сегмент плоского проката, в то время как производство толстого листа на операционном уровне оказалось прибыльным. В настоящее время компания проводит реструктуризацию европейского подразделения, а также осуществляет программу оптимизации, включающую сокращение персонала на предприятии Duferco La Louviere в Бельгии. Мы полагаем, что если цены и спрос на сталь в Европе в 2013 г. не вырастут, то после реструктуризации зарубежный сталелитейный сегмент будет находиться приблизительно на уровне безубыточности в части EBITDA, однако, по мнению НЛМК, и такой результат был бы положительным, поскольку европейский сталелитейный сегмент обеспечивает продажи слябов, производимых на предприятии Группы в Липецке.

Консервативный прогноз на 1 кв. 2013 г. По прогнозам компании, ее выручка в 1 кв. 2013 г. снизится на 5%, что станет причиной падения и EBITDA. Пессимистические ожидания в части выручки обусловлены, помимо прочего, отложенным эффектом низких цен на сталь в 4 кв. 2012 г., который, в свою очередь, объясняется отражением выручки в отчетности с некоторой задержкой. По прогнозам НЛМК, незначительное восстановление спроса и цен на сталь в России начнется во 2 кв. 2013 г., что в целом соответствует и нашим прогнозам. Несмотря на слабую конъюнктуру рынков стали, НЛМК подтвердила свое намерение запустить электродуговую печь в Калуге в 2013 г. и планирует произвести на данном предприятии 380 тыс. т сортового проката, поскольку дефицит на рынке сортового проката в Центральном регионе России сохраняется.

Обращающиеся выпуски

NLMKRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
NLMK'18	800 \$	4,45	19 фев 18	4,30
NLMK'19	500 \$	4,95	26 сен 19	4,64
НЛМК БО-2	5 000 R	8,75	21 июн 13	6,61
НЛМК БО-3	5 000 R	8,75	21 июн 13	6,65
НЛМК БО-4	5 000 R	8,25	10 сен 14	7,65
НЛМК БО-7	10 000 R	8,95	11 ноя 14	7,72
НЛМК-07	5 000 R	8,50	20 мар 15	7,39
НЛМК-08	10 000 R	8,40	10 дек 15	7,99

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Квартальная разбивка основных финансовых показателей НЛМК

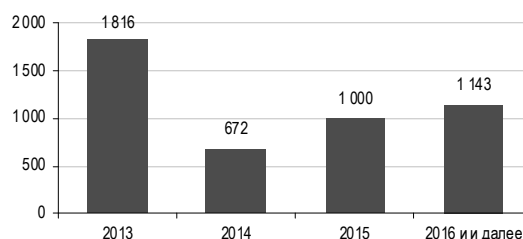
US GAAP, млн долл.

	1 кв. 12	2 кв. 12	3 кв. 12	4 кв. 12
Выручка	3 094	3 257	3 002	2 803
Валовая прибыль	708	881	686	620
EBITDA	432	596	483	389
Чистая прибыль	174	276	166	(7)
Рентаб. по EBITDA, %	14,0	18,3	16,1	13,9
Долг / EBITDA	2,1	2,3	2,8	2,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ближайший пик выплат придется на 2013 г.

График погашения НЛМК на 31.12.2012 г., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основная инвестиционная фаза пройдена, потребности в капзатратах покрываются собственными средствами.

Чистый операционный денежный поток НЛМК по итогам квартала сократился на 51% до 333 млн долл. (684 млн долл. в 3 кв.), что в целом объясняется эффектом низкой базы предыдущего квартала, положительный результат которого обусловлен роспуском оборотного капитала. В результате капзатраты в отчетном периоде составили 296 млн долл. (-15% за квартал), а свободный денежный поток оказался вблизи нулевого значения (38 млн долл.). По итогам всего 2012 г. совокупный объем инвестиций составил 1,5 млрд долл., основная часть которых (77%) пришлась на развитие бизнеса. По словам представителей компании, наиболее капиталоемкая фаза развития компании пройдена, в последующие годы размер капзатрат будет снижаться. Так, в 2013 г. затраты составят 1–1,3 млрд долл. и будут покрываться собственными средствами.

Курс на сокращение долга. Совокупный долг НЛМК по итогам 4 кв. сократился на 12%, достигнув 4,6 млрд долл. Коэффициент Долг/ЕБИТДА в результате снизился с 2,8 в 3 кв. до 2,4 на конец года, а Чистый Долг/ЕБИТДА остался на уровне 1,8. В 2013 г. возврату подлежат 1,8 млрд долл. При этом наибольший объем погашений (1,1 млрд долл.) придется на 1 п/г. Согласно данным презентации компания имеет достаточно ресурсов для обслуживания долга: объем аккумулированной ликвидности на отчетную дату составил 1 млрд долл., а размер неиспользованных кредитных линий – 2,5 млрд долл. Для рефинансирования первого пика выплат в 1 кв. (625 млн долл.) эмитент в феврале разместил пятилетний евробонд на 800 млн долл. В результате объем короткого долга сократился до 1,6 млрд долл. на конец марта. Возвращение на рынок заемного капитала будет во много определяться рыночной конъюнктурой, однако представители компании не исключают возможности размещения рублевых облигаций в скором времени и оценивают объем необходимых средств в 200 млн долл. Согласно нашей оценке, в текущем году НЛМК может сократить задолженность в абсолютном выражении на 700 млн долл. до 3,9–4 млрд долл., что позволит свести показатель Долг/ЕБИТДА к 2. Среднесрочной целью для менеджмента является достижение комфортного (то есть равного 1) показателя Чистый долг/ЕБИТДА, что, по нашим расчетам, будет достигнуто не ранее конца 2014 г.

Некоторые рублевые выпуски по-прежнему представляют интерес, среди евробондов предпочитаем Северсталь. НЛМК обладает достаточно крепким кредитным профилем. Прогноз на 2013–2014 гг. не предполагает ухудшения показателей, а низкий риск рефинансирования является дополнительным фактором устойчивости кредитных метрик эмитента. К еврооблигациям Северстали мы относимся нейтрально. Исходя из соотношения риска и доходности длинные выпуски Северстали – CHMFRU'18 и 20 – смотрятся предпочтительней и являются хорошей ставкой на восстановление металлургического сектора. В течение последнего месяца спред рублевых выпусков НЛМК к кривой ОФЗ продолжил сужаться и достиг в среднем 160–170 б.п. против 200–210 б.п. в январе. На локальном рынке внимания заслуживает лишь НЛМК-БО-8, предлагающий 8% на 33 месяца и премию к кривой ОФЗ, равную 175 б.п.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

US GAAP, млн долл.

	2008	2009	2010	2011	1 п/г 2012	9 мес. 2012	2012 П
Выручка	11 699	6 140	8 351	11 729	6 351	9 354	12 157
Валовая прибыль	5 391	1 990	2 948	3 360	1 589	2 275	2 894
ЕБИТДА	4 538	1 444	2 349	2 282	1 028	1 511	1 900
Чистая прибыль	2 278	215	1 255	1 358	449	617	610
Долг	3 010	2 495	2 624	4 380	4 343	5 284	4 632
Чистый долг	850	796	1 876	3 583	3 574	3 481	3 574
Капитал	8 724	8 610	9 554	10 105	10 195	10 919	11 090
Активы	14 065	12 502	13 899	17 257	17 103	18 949	18 458
Валовая рентабельность, %	46,1	32,4	35,3	28,6	25,0	24,3	23,8
Рентабельность по ЕБИТДА, %	38,8	23,5	28,1	19,5	16,2	16,2	15,6
Долг / ЕБИТДА	0,7	1,7	1,1	1,9	2,3	2,8	2,4
Чистый долг / ЕБИТДА	0,2	0,6	0,8	1,6	1,9	1,8	1,9
Акционерный капитал / Активы	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Акционерный капитал / Долг	2,9	3,5	3,6	2,3	2,3	2,1	2,4
Доля краткосрочного долга, %	35,9	22,3	20,0	29,8	45,4	46,0	32,5
Операционный денежный поток	2 781	1 394	1 431	1 805	807	1 491	1 825
Ден. поток от инвест. деят-ти	(2 399)	(1 771)	(1 847)	(1 869)	(726)	(1 063)	(1 443)
Ден. поток от фин. деят-ти	799	(535)	(79)	48	(72)	635	(119)
Капзатраты	(1 924)	(1 121)	(1 463)	(2 021)	(810)	(1 157)	(1 453)
Свободный денежный поток	857	274	(32)	(216)	(4)	334	371
ОДП / Капзатраты	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,3	1,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

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

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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

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 2013