инвестиционная компания
ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ

FLASHNOTE

31 марта 2009 **НЛМК – результаты 2008**

Отчетность 2008: нейтральные результаты 08, слабые ожидания 1 кв. 09

24 марта Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) опубликовал финансовую отчетность по итогам 4 кв. 2008 года и 2008 год в целом, подготовленную согласно US GAAP. Представленные результаты оставили двоякое впечатление. С одной стороны, компания показала в целом нейтральные результаты с учетом сложившейся ситуации на рынках по итогам 2008 года. С другой стороны, представители комбината высказали крайне слабые ожидания по итогам 1 кв. 2009, что, на фоне общей нестабильной ситуации в секторе, вынудило нас пересмотреть перспективы на 2009 год в сторону понижения. Хотя сегодня любые прогнозы крайне переменчивы.

Оценки и результаты ключевых финансовых показателей НЛМК за 4 кв. 2008 года. 2008 год

Показатели ($, млн)	4 кв.08Ф	4 кв.08О	±%, 4кв.08Ф/08О	08Ф	08О	±%, 08Ф/08О	09П новый	±%, 09П новый/старый
Выручка	2 059	1 469	+40.1%	11 699	11 109	+5.3%	5 649	-13.4%
EBITDA	518	550	-5.7%	4 538	4 507	+0.7%	1 532	-20.8%
рентабельность по EBITDA	25.2%	37.4%	-12.2 п.п.	38.8%	40.6%	-1.8 п.п.	27.1%	-2.5 п.п.
Чистая прибыль	-481	-75	+543.1%	2 279	2 724	-16.4%	648	-20.7%
чистая рентабельность	-23.3%	-5.1%	-18.3 п.п.	19.5%	24.5%	-5.0 п.п.	11.5%	-1.1 п.п.

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

НЛМК наиболее полно списал неоперационные убытки в 2008 году

Среди положительных моментов отчетности следует выделить решение менеджмента компании наиболее полно провести списание неоперационных убытков в 2008 году (4 кв. 2008 года), когда рыночная конъюнктура наиболее благоприятствовала комбинату. За отчетный период основные непроизводственные потери НЛМК составили $128.4 млн от обесценивания гудвилла приобретенных активов (Макси Групп, Beta Steel), $495.5 млн от операций по хеджированию валютной выручки и $234 от урегулирования претензий по отказу от участия в сделки по приобретению John Maneely Company (JMC), окончательное решение по которым было принято в марте 2009 года.

Данные действия могут позволить НЛМК по итогам 2009 года ограничить списания преимущественно убытками по валютным форвардным контрактам. Это может оказать положительное влияние на снижение неопределенности относительно величины чистой прибыли компании в наступившем году. По нашим оценкам, убытки от хеджирования доходов могут составить порядка $240 млн, однако, их окончательная величина будет определяться колебаниями валютных пар.

НЛМК подтвердила сильные позиции по ликвидности

По итогам 2008 года НЛМК подтвердила свое положение как компании обладающей наиболее сильным и сбалансированным долговым профилем.

График погашения и структура задолженности НЛМК

	на 31.12.08	2010	2011	2012	2013	Далее	Валюта		Подразделения	
Краткосрочная задолженность	1 080						Доллар США	59.0%	НЛМК	55.1%
Долгосрочная задолженность	1 930	564	517	523	322	3	Евро	6.2%	Макси Групп	40.8%
Общий долг	3 010						Рубль	34.8%	Прочие	4.2%
Денежные средства и их эквиваленты	2 160						Итого	100.0%	Итого	100.0%
Чистый долг	850									

Источник: данные компании

Мы полагаем, что в 2009 году НЛМК удастся рефинансировать большую часть краткосрочного долга, основная часть которого номинирована в национальной валюте и является следствием приобретения Макси Групп. Слабость регионального рынка и возможный акцент на производстве низкомаржинальной продукции, а также поддержание капитальных затрат могут отрицательно сказаться на величине генерируемого денежного потока и привести к росту чистого долга до $1.14 млрд по итогам года. Тем не менее, увеличение данного показателя не будет критичным для компании.

Итоги 2008 – исключение, перспективы 2009 – реалии

В настоящих реалиях ситуация 2007 – 2008 годов является скорее приятным исключением из правил, анализ которой может стать поучительным уроком на будущее. Детальный разбор тенденций ушедшего года имеет больше академический интерес. Однако НЛМК первой из российских сталелитейных компаний заявила об ожиданиях и тенденциях 1 кв. 2009 и 2009 года в целом. Озвученные данные могут вызвать переоценку ранее закладываемых прогнозов на 2009 год для компаний сталелитейного сектора, поэтому основное внимание хотелось бы сосредоточить на комментариях менеджмента, посвященных ориентирам на 1 кв. 2009 года.

Инвестиционная Компания «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»
119435, г.Москва, Большой Саввинский пер., д.11, Офисный центр «Саввинский», 3 эт.
тел/факс: (495) 956–68–85 ic@finbridge.ru www.finbridge.ru

В первую очередь, мы считаем необходимым подчеркнуть сильные стороны НЛМК в 2009 году.

План производство стали на 2009 может быть возможен при условиях:

По итогам 1 кв. 2009 года и 2009 года в целом НЛМК планирует выплавить 2.1 млн тонн и 10.0 млн стали соответственно. Прогнозируемые объемы выпуска сырой стали по итогам 2009 года соответствуют производственным мощностям комбината, находящимся в строю на текущий момент. Мы полагаем, что заявленные производственные ориентиры оптимистичны, тем не менее, достижимы при соблюдении ряда условий.

Прогноз НЛМК выплавки стали на 1 кв. 2009 года и 2009 год (тыс. тонн)

	1 кв. 09О	±%, 1кв. 09О/08Ф	Загруженность 1 кв. 09О,%	4 кв. 08Ф	±%, 1кв.09О/ 4кв.08Ф	Загруженность 4 кв. 08Ф, %	2009О	±%, 09О/08Ф	Загруженность 2009О, %
НЛМК	1 600	-32.9%	66.7%	1 373	+16.5%	57.2%	7 900	-7.2%	82.3%
Макси Групп	400	-21.1%	66.7%	352	+13.6%	58.7%	1 700	-10.2%	70.8%
Beta Steel	80	–	45.7%	–	–	–	400	–	57.1%
Итого	**2 080**	**-28.1%**	**65.5%**	**1 725**	**+20.6%**	**54.3%**	**10 000**	**-3.9%**	**78.7%**

Источник: данные компании

- **Увеличение реализации продукции низких переделов**

Во-первых, комбинат может сосредоточить производство на выпуске готовой продукции первичных переделов (заготовка, горячий прокат), используя конкурентное преимущество низкозатратного производителя. В результате, потребители продолжат закупать заготовку комбината для дальнейшей переработки, минимизируя издержки по отношению к затратам производства полного цикла. Данный шаг может отрицательно сказаться на величине генерируемого денежного потока НЛМК, но обеспечит высокую загруженность предприятий группы.

Этому развитию событий благоприятствует текущая низкая себестоимость производства полуфабрикатов на основной площадке НЛМК – $240 за тонну по итогам 1 кв. 2009 года. Впервые месяцы года она варьировалась в пределах $210 – $220 за тонну изделия.

В то же время изменение цен на заготовку на внешних рынках с поставкой по условиям FOB для стран СНГ колебались в пределах $350 – $400 в начале года до $300 – $320 к концу марта. На внутреннем рынке стоимость полуфабрикатов снизилась с уровней начала года в $380 – $390 до диапазона $270 – $290 к концу текущего месяца.

Определение стоимости годовых сырьевых контрактов с 1 апреля 2009 года, а также устойчивое сохранение нефть на текущих уровнях, выше $50 за баррель, и восстановление спроса на металлопродукцию могут вернуть стоимость заготовки на уровни близкие к началу года – $350 – $390 за тонну. В то же время, заключенные НЛМК контракты на поставку сырья едва ли позволят себестоимости существенно вырасти в 1 пол. 2009 года.

- **Поддержание высокой доли экспортных продаж**

Во-вторых, заявленным объемам загруженности комбината могут способствовать экспортные продажи и диверсификации внешних поставок на фоне катастрофически низких мировых запасов стали. По итогам 1 кв. 2009 года объем экспортных продаж компании может составить порядка 70% от общего объема выпускаемой продукции. Гибкая экспортная политика позволит комбинату компенсировать слабость внутреннего рынка, на котором с середины 2 кв. можно ожидать возврата локальных игроков. Однако едва ли стоит ожидать появления существенного спроса, который может составить около 55% от прошлогодних уровней ввиду отсутствия средств в реальной экономике, а также ориентированности государственной поддержки преимущественно на финансовый сектор и социальные программы.

Книга заказов на апрель заполнена на 95%

На апрель текущего года портфель заказов комбината заполнен на 90% – 95%, тем не менее, ряд соглашений предусматривает невысокие цены поставок. Это может вынудить комбинат отказаться от выполнения части заказов. При благоприятном развитии событий это может не являться негативом для компании, с точки зрения производственных показателей, на фоне возможного восстановления рыночной конъюнктуры с середины 2 кв. – 3 кв.

Инвестиционная программа снижена, но в рамках ожиданий

НЛМК пересмотрел инвестиционную программу на 2009 год. В текущем году комбинат планирует направить в развитие и поддержание производства порядка $1.0 млрд, что на 48% ниже показателя прошлого года и совпадает с нашими ожиданиями. Основная часть средств – $750 млн будет направлена в проекты высокой стадии готовности: завершение строительства доменной печи №7 и реконструкции конверторного цеха №1. Оставшиеся часть средств пойдет на поддержание производственной деятельности.

Дочерние компании группы не пострадают от кризиса

Мы полагаем, что кризис в наименьшей степени затронет дочерние сырьевые компании НЛМК. Практическое сохранение объемов выплавки стали в 2009 году по отношению к 2008 году может оставить без изменения потребности комбината в железной руде и аглосырье, гарантируя тем самым загруженность Стойленского ГОКа. Остановка коксовых батарей общей мощностью порядка 0.7 млн тонн, перераспределит мощности Алтай-кокса в пользу головной компании. Это может позволить предприятиям работать на полную мощность даже в условиях глобального спада.

Среди отрицательных факторов 2009 года мы считаем необходимым упомянуть следующие.

Падение спроса в высокомаржинальном сегменте продукции

Во-первых, кризис негативно повлиял на спрос высокомаржинальной продукции – трансформаторной стали. В результате НЛМК закрывает производственные мощности на Новолипецкой площадке на перевооружение и полностью загружает агрегаты на дочернем предприятии Екатеринбурга – Виз-Сталь. При этом объем производства трансформаторной стали в 2009 году может составить около 50% от прошлогоднего уровня. Это негативно повлияет на финансовые показатели комбината в 2009 году, продажи электротехнической стали обеспечивали порядка 25% показателя EBITDA НЛМК.

Снижение цен на сырье без положительной динамики стоимости готовой продукции может снизить привлекательность внешних рынков

Во-вторых, по мере заключения годовых контрактов между восточноазиатскими производителями стали и представителями «большой тройки» сырьевых компаний определяются среднегодовые цены на коксующийся уголь. По предварительным данным стоимость полумягкого коксующегося угля изменяется в пределах $80 – $85 за тонну, цены по труднококсующимся маркам составляют $120 – $130 за тонну. Учитывая высокую переговорную силу сталелитейных гигантов, не стоит исключать возможности формирования итоговых цен на более низких уровнях – от $65 – $70 за тонну по полумягким углям. Это может оказать давление на стоимость сырья внутри России. В результате среднегодовые цены на внутреннем рынке могут сформироваться в пределах $52 – $56 за тонну.

С одной стороны, это благоприятствует НЛМК, как компании лишенной собственных угольных активов, что не позволит стремительно расти себестоимости готовой продукции предприятия по итогам года. С другой стороны, это может снизить конкурентоспособность продукции комбината на внешних рынках.

Угроза протекционизма и КНР на экспортных рынках

Свою негативную роль также могут сыграть действия правительств стран-импортеров по защите внутреннего производителя. В данном контексте в наиболее уязвимом положении могут оказать поставки в КНР и Европу.

Это может ослабить положение компании по экспортным направлениям во 2 пол. 2009 года, когда последствия спада производства и сокращения предложения на рынке стали в период с 4 кв. 2008 года по 1 кв. 2009 года могут быть осознанны в полной мере, а продавцы и покупатели вернуться на рынок. Ключевой угрозой компании на внешних рынках может стать КНР располагающих значительными свободными мощностями.

Отсутствие сильного спроса на верхний передел и акцент на нижний передел отрицательно скажутся на финансовых показателях

В-четвертых, менеджмент НЛМК озвучил крайне низкие ожидания финансовых показателей на 1 кв. 2009 года. За отчетный период представители компании ожидают выручку комбината порядка $1.1 млрд и рентабельность по EBITDA не менее 20%, что соответствует величине показателя на уровне $220 млн и оказалось ниже наших ожиданий. С нашей точки зрения это является следствием значительного сокращения выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью. Негативное влияние на финансовые результаты также может оказать рост административных и накладных расходов за счет увеличения доли экспортных продаж.

Представленные результаты могут задать негативные ожидания финансовых показателей российских компаний черной металлургии, с поправкой на то, что НЛМК является наиболее эффективной и низкозатратной компанией сектора.

С учетом представленных результатов мы пересмотрели наши ожидания на 2009 и 2010 годы в сторону понижения. Мы полагаем, что в текущий момент акции исчерпали свой потенциал роста. Публикация компаниями сектора отчетности за 1 кв. 2009 года может предоставить инвесторам возможность войти бумаги компании на более привлекательных уровнях. Тем не менее, возможное ралли на рынках сталелитейной продукции во 2 пол. 2009 года может позволить бумагам компании реализовать заявленный потенциал в течение 12 мес.

Мы понижаем расчетный целевой уровень по бумагам НЛМК до 14.6% до $1.52 за акцию и $15.20 за ADR и снижаем рекомендацию до Держать. Компания по-прежнему остается нашим фаворитом в секторе российской черной металлургии.

Прогноз ключевых показателей НЛМК (млн, $)

	2008	2009П	2010П	2011П
Выручка	11 699	5 649	6 905	7 545
EBITDA	4 538	1 532	2 384	2 670
Чистая прибыль	2 279	648	1 509	1 716
P / E	3.6	13.7	6.5	6.3
EV / EBITDA	2.0	6.6	4.4	4.0
EV / Sales	0.8	1.8	1.5	1.4

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Изменение целевых расчетных целевых уровней по бумагам НЛМК

	новый	старый	±%, изменение	текущая цена	потенциал	рекомендация
Акция	1.52	1.78	-14.6%	1.35	+12.6%	Держать
ADR	15.20	17.80	-14.6%	13.03	+16.7%	Держать

Источник: оценки ИК Файненшл Бридж, Thomson

Галанин Алексей,
galanin@finbridge.ru
+7 (495) 956-68-85 доб. 264

Аналитический отдел ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Алексей Серов	Начальник аналитического отдела Энергетика, стратегия serov@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 217
Ольга Шкред	Макроэкономика, финансовые рынки, банки, стратегия shkred@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 220
Алексей Галанин	Телекоммуникации, металлургия galanin@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 264
Дмитрий Александров	Нефтегазовая промышленность, технический анализ dma@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 247
Екатерина Лощакова	Потребительский сектор lea@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 232

Клиентский департамент ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Амелин	Начальник клиентского департамента amelin@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 226
Александр Душек	Зам. Начальника клиентского департамента dushek@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 216
Екатерина Соколовская	Главный специалист e.sokolskaya@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 228
Эльдар Шувалов	Ведущий специалист eldar@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 262
Анна Филатович	Специалист filatovich@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 256

Департамент корпоративных финансов ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Иванов	Начальник департамента корпоративных финансов a.ivanov@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 258

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа. ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж».

Воспроизводить, копировать, цитировать. а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» запрещено.

© ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». 2009

This research report is prepared by IC Financial Bridge and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IC Financial Bridge is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IC Financial Bridge maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IC Financial Bridge upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IC Financial Bridge.

For residents of the United States: IC Financial Bridge is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IC Financial Bridge is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules).

Copyright ©, IC Financial Bridge, 2009