

9 ноября 2012

НЛМК

Слабые результаты за 3К12 на уровне ожиданий, понижение прогноза на 4К12

График цены акций



Целевая цена и рекомендация

Тикер	NLMK LI
Цена, \$	19.05
Целевая цена, \$	16.00
Потенциал, %	-16%
Рекомендация	SELL

Рыночная капитализация

Рын. кап., \$ млн	11 417
EV, \$ млн	15 039

Рыночные оценки

	'12e	'13e
EV/EBITDA, x	7.8	8.2
P/E, x	12.6	12.9

Детали conference call:

9 ноября 2012

Время: 08:00 (Нью-Йорк)

13:00 (Лондон)

17:00 (Москва)

Телефон:

+44 (0) 207 162-0025

Кирилл Чуйко

+7 (495) 785 5336 (7545)

kchuyko@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский

+7 (495) 785 5336 (4680)

opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Сегодня НЛМК представил слабые финансовые результаты за 3К12:

- Финансовые показатели существенно ухудшились к-н-к, однако совпали с нашими ожиданиями и консенсус-прогнозами;
- Ухудшение показателей связано с сокращением объемов производства и цен на сталь в 3К12;
- Менеджмент понизил прогноз на 4К12;
- Без существенного влияния, подтверждаем рекомендацию «ПРОДАВАТЬ»;
- Мы считаем, что снижение показателей и прогноза приведет к ухудшению отношения инвесторов к бумагам стальных компаний.

Снижение показателей к-н-к, однако на уровне ожиданий. Сегодня НЛМК представил финансовые результаты за 3К12 по US GAAP, которые ожидаемо показали ухудшение показателей к-н-к и оказались практически на уровне наших оценок и консенсус-прогнозов. Выручка понизилась на 8% к-н-к до \$3.0 млрд, что всего на 3% превышает наши расчеты и находится на уровне консенсуса рынка. Показатель EBITDA сократился на 19% к-н-к до \$483 млн, что всего на 2% ниже наших ожиданий и на 1% выше консенсус-прогнозов. Чистая прибыль НЛМК за 3К12 уменьшилась на 39% до \$167 млн – существенно ниже наших оценок и консенсуса рынка.

Слабые результаты связаны со снижением производства и цен; на уровне ориентира компании. Выручка и EBITDA НЛМК за 3К12 снизились на фоне слабых операционных результатов, в особенности в части зарубежных активов (объемы продаж сократились на 14% к-н-к), а также ввиду снижения цен на сталь. В целом финансовые результаты компании за 3К12 оказались ближе к нижней границе диапазона прогнозов компании: снижение выручки на 5-10% и EBITDA margin на уровне 16-18%.

Снижение продолжится в 4К12. Менеджмент НЛМК ожидает, что в будущем ухудшение показателей продолжится. На фоне снижения внутренних и экспортных цен на сталь менеджмент НЛМК ожидает, что результаты за 4К12 покажут снижение показателей к-н-к. По оценкам менеджмента, выручка сократится еще на 5% к-н-к (до \$2.9 млрд, по нашим расчетам), в то время как показатель EBITDA margin, как ожидается, снизится на 2 п.п. до 14%.

Подтверждаем рекомендацию «ПРОДАВАТЬ»; отношение к сектору стали может ухудшиться. Поскольку показатель EBITDA за 3К12 НЛМК оказался несущественно ниже наших ожиданий, а целевые уровни компании на 4К12 – на уровне нашего негативного взгляда на сектор, мы считаем, что результаты не окажут влияния на инвестиционный кейс компании. Мы снизили наш прогноз на 2012 г. по EBITDA НЛМК всего на 1% до \$1.92 млрд, а также подтверждаем нашу целевую цену по акциям компании на уровне \$16.0 за GDR и рекомендацию «ПРОДАВАТЬ». Кроме того, ввиду существенного ослабления результатов за 3К12 и негативных прогнозов менеджмента на 4К12, мы ожидаем ухудшения отношения инвесторов ко всему стальному сектору, что соответствует нашему негативному взгляду на акции сталелитейных компаний.

Финансовые результаты НЛМК за 3К12 по US GAAP

	1К11	2К11	3К11	4К11	1К12	2К12	3К12	к-н-к	г-н-г	БКС	Откл.	Конс.	Откл.
Выручка, \$ млн	2 359	2 982	3 334	3 053	3 094	3 257	3 002	-8%	-10%	2 907	3%	3 007	0%
Валовая прибыль, \$ млн	769	1 063	765	762	708	881	686	-22%	-10%	760	-10%	-	-
Скорр. EBITDA, \$ млн	587	824	472	371	432	596	483	-19%	2%	494	-2%	478	1%
Скорр. EBITDA margin	25%	28%	14%	12%	14%	18%	16%	-2ppts	2ppts	17%	-1ppts	16%	0ppts
Чистая прибыль, \$ млн	365	553	219	123	174	275	167	-39%	-24%	240	-30%	205	-19%
Net margin	15%	19%	7%	4%	6%	8%	6%	-3ppts	-1ppts	8%	-3ppts	7%	-1ppts

Источники: данные компании, оценки БКС

Финансовая отчетность

Income statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	6 046	7 719	11 699	6 140	8 351	11 729	12 194	11 848	12 631	13 087
Cost of sales	-3 074	-3 977	-6 308	-4 150	-5 403	-8 369	-9 266	-8 984	-9 486	-9 562
Gross profit	2 971	3 742	5 391	1 990	2 948	3 360	2 928	2 864	3 145	3 526
Distribution expense	-514	-657	-1 101	-952	-972	-1 529	-1 580	-1 540	-1 642	-1 701
General and Administrative exp	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other operating costs	-57	-80	-100	-102	-123	-165	-165	-160	-171	-177
EBIT	2 400	3 005	4 190	936	1 853	1 666	1 182	1 164	1 332	1 648
DD&A	358	408	499	478	469	589	737	679	709	739
EBITDA	2 758	3 412	4 689	1 414	2 322	2 254	1 920	1 843	2 041	2 386
Other costs/income	221	152	-1 058	-341	-130	16	-122	-54	-53	-38
PBT	2 621	3 157	3 132	595	1 722	1 682	1 060	1 110	1 279	1 609
Income tax expense	-707	-837	-703	-182	-391	-421	-279	-277	-320	-402
Net profit	1 914	2 320	2 428	413	1 331	1 261	782	832	959	1 207
Non-cont. int and forex	152	-73	-149	-198	-76	96	-4	-4	-5	-6
Net income	2 066	2 247	2 279	215	1 255	1 358	778	828	955	1 201
Adj. EBITDA	2 758	3 412	4 689	1 414	2 322	2 254	1 920	1 843	2 041	2 386
Adj net income	1 693	2 168	3 486	754	1 462	1 245	904	886	1 013	1 245
WANS	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993	5 993
EPS	0.34	0.37	0.38	0.04	0.21	0.23	0.13	0.14	0.16	0.20

Balance sheet, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
PP&E	3 988	6 450	6 826	7 316	8 382	10 570	11 507	12 028	12 539	12 840
Other long-term assets	1 679	2 238	1 892	1 309	1 411	1 184	1 156	1 156	1 156	1 156
Total long-term assets	5 667	8 688	8 718	8 625	9 794	11 753	12 663	13 184	13 695	13 996
Inventory	857	1 236	1 556	1 134	1 580	2 828	2 618	2 547	2 700	2 742
Accounts receivable	1 150	1 696	1 488	913	1 260	1 573	1 602	1 557	1 660	1 720
Cash, investments and equiv.	702	1 308	2 168	1 699	1 171	1 024	1 267	1 329	1 125	1 390
Other	340	147	134	131	95	78	82	81	89	98
Total short-term assets	3 050	4 388	5 346	3 877	4 105	5 504	5 570	5 515	5 573	5 949
Total assets	8 717	13 076	14 065	12 502	13 899	17 257	18 233	18 699	19 268	19 946
Short-term debt	249	1 537	1 080	557	526	1 306	2 271	2 121	1 971	1 821
Payables	745	1 466	1 901	861	1 126	1 634	1 599	1 557	1 646	1 654
Other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total short-term liabilities	993	3 002	2 980	1 417	1 652	2 940	3 870	3 678	3 616	3 475
Long-term debt	48	73	1 930	1 939	2 099	3 074	2 573	2 573	2 373	2 173
Other	733	902	431	536	595	1 139	949	931	968	972
Total long-term liabilities	781	975	2 361	2 475	2 693	4 212	3 521	3 503	3 341	3 145
Shareholders equity	6 809	8 992	8 690	8 718	9 675	10 147	10 884	11 560	12 353	13 368
Minorities	133	107	33	-108	-121	-42	-42	-42	-42	-42
Total assets and shareholders equity	8 717	13 076	14 065	12 502	13 899	17 257	18 233	18 699	19 268	19 946

Cash flow statement, US\$ mn	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Net profit	2 092	2 271	2 277	98	1 224	1 315	782	832	959	1 207
DD&A	358	408	499	478	469	589	737	679	709	739
Other items	-486	77	995	-41	332	39	-	-	-	-
Op. cash flow before changes in WC	1 964	2 756	3 771	535	2 026	1 943	1 519	1 511	1 669	1 946
Changes in WC	-379	-232	-990	859	-595	-138	142	75	-174	-103
Op. cash flow after ch. in WC	1 585	2 524	2 781	1 394	1 431	1 805	1 661	1 586	1 494	1 843
Interest paid	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Income tax paid	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Operating cashflow	1 585	2 524	2 781	1 394	1 431	1 805	1 661	1 586	1 494	1 843
CAPEX	-619	-958	-1 934	-1 121	-1 463	-2 048	-1 674	-1 200	-1 220	-1 040
Other	-1 424	-310	-464	-651	-384	179	28	-	-	-
Investing cash flow	-2 043	-1 268	-2 399	-1 771	-1 847	-1 869	-1 647	-1 200	-1 220	-1 040
Free cash flow	1 811	1 849	3 041	-748	1 063	-77	-176	290	676	1 047
Debt finance	42	-183	1 486	-463	132	284	464	-150	-350	-350
Equity finance	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividends	-767	-703	-843	-2	-165	-516	-114	-156	-166	-192
Other	-208	56	155	-69	-46	281	94	-18	37	3
Financing cash flow	-933	-830	799	-535	-79	48	443	-324	-480	-539
Adjustments	132	63	-176	-1	-4	65	-	-	-	-
Net cash flow	-1 259	489	1 005	-913	-499	49	458	62	-205	265
Cash end. per	665	1 155	2 160	1 247	748	797	1 255	1 317	1 112	1 377

Valuation	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/Sales, (x)	2.49	1.95	1.29	2.45	1.80	1.28	1.23	1.27	1.19	1.15
EV/EBITDA, (x)	5.45	4.41	3.21	10.64	6.48	6.67	7.83	8.16	7.37	6.30
EV/EBIT, (x)	6.27	5.01	3.59	16.07	8.12	9.03	12.72	12.92	11.29	9.13
EV/FCF, (x)	8.30	8.13	4.94	-	14.15	-	-	51.79	22.25	14.37
P/E, (x)	6.74	5.27	3.27	15.15	7.81	9.17	12.63	12.88	11.28	9.17
P/BV, (x)	1.68	1.27	1.31	1.31	1.18	1.13	1.05	0.99	0.92	0.85
EV/Steel produced	1 648	1 639	1 437	1 417	1 302	1 257	1 007	980	934	917

Margins	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Gross margin, %	49.1%	48.5%	46.1%	32.4%	35.3%	28.6%	24.0%	24.2%	24.9%	26.9%
EBITDA margin, %	45.6%	44.2%	40.1%	23.0%	27.8%	19.2%	15.7%	15.6%	16.2%	18.2%
EBIT margin, %	39.7%	38.9%	35.8%	15.2%	22.2%	14.2%	9.7%	9.8%	10.5%	12.6%
Net margin, %	28.0%	28.1%	29.8%	12.3%	17.5%	10.6%	7.4%	7.5%	8.0%	9.5%
Effective income tax rate, %	27.0%	26.5%	22.5%	30.6%	22.7%	25.0%	26.3%	25.0%	25.0%	25.0%

Debt	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Short-term debt	249	1 537	1 080	557	526	1 306	2 271	2 121	1 971	1 821
As % of gross debt	84%	95%	36%	22%	20%	30%	47%	45%	45%	46%
Long-term debt	48	73	1 930	1 939	2 099	3 074	2 573	2 573	2 373	2 173
Gross debt	297	1 610	3 010	2 495	2 624	4 380	4 843	4 693	4 343	3 993
Gross debt to EBITDA, (x)	0.11	0.47	0.64	1.77	1.13	1.94	2.52	2.55	2.13	1.67
Cash, investments and equiv.	702	1 308	2 168	1 699	1 171	1 024	1 267	1 329	1 125	1 390
Net debt	-406	302	842	796	1 454	3 355	3 576	3 364	3 219	2 604
Net debt to MC	-0.036	0.026	0.074	0.070	0.127	0.294	0.313	0.295	0.282	0.228
Net debt to EV	-0.03	0.02	0.06	0.05	0.10	0.22	0.24	0.22	0.21	0.17
Net debt to book equity	-0.06	0.03	0.10	0.09	0.15	0.33	0.33	0.29	0.26	0.19

Growth ratios, % y-o-y	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenue	-	27.7%	51.6%	-47.5%	36.0%	40.4%	4.0%	-2.8%	6.6%	3.6%
EBITDA	-	23.7%	37.4%	-69.8%	64.3%	-2.9%	-14.8%	-4.0%	10.8%	16.9%
EBIT	-	25.2%	39.4%	-77.7%	98.0%	-10.1%	-29.0%	-1.6%	14.5%	23.7%
Net income	-	8.8%	1.4%	-90.6%	483.6%	8.2%	-42.7%	6.5%	15.3%	25.8%

Operating data	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Steel produced, mn t	9.1	9.2	10.5	10.6	11.5	12.0	14.9	15.4	16.1	16.4

Dividend history	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Div. per com. share, US\$	0.114	0.124	0.085	0.007	0.063	0.086	0.019	0.026	0.028	0.032
Div. per pref. share, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total com share dividend payment, \$	0.114	0.124	0.085	0.007	0.063	0.086	0.019	0.026	0.028	0.032
As % of net income	33%	33%	22%	21%	30%	38%	15%	19%	17%	16%
Total pref share dividend payment, \$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
As % of net income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total dividend payments, \$ mn	681	744	511	45	375	516	114	156	166	192
As % of net income	33%	33%	22%	21%	30%	38%	15%	19%	17%	16%
As % of free cash flow	76%	54%	48%	5%	-296%	277%	13%	26%	22%	28%
Closing dates	27.04.07	15.05.08	14.11.08	-	22.05.11	-	-	-	-	-
Interim divs. (Y/N)	Y	Y	Y	N	Y	-	-	-	-	-
Dividend yield com. share, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividend yield pref. share, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Return ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
ROE, %	37%	26%	27%	5%	14%	13%	7%	7%	8%	9%
ROA, %	27%	17%	17%	2%	10%	9%	4%	4%	5%	6%
ROCI, %	20%	19%	18%	2%	8%	7%	5%	5%	5%	7%

Source: company, BCS

Консультационное брокерское обслуживание

+7 (495) 785 7475

Institutional Sales & Trading Desk (Москва)

+7 (495) 785 5336 (доб. 4702)

Аналитическое управление

+7 (495) 785 5336 (доб. 7822)

Руководитель управления

Владислав Метнёв
vmetnev@msk.bcs.ru

**Соруководитель отдела
анализа рынка акций**

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

**Руководитель отдела
анализа долговых рынков**

Леонид Игнатъев
lignatyev@msk.bcs.ru

**Руководитель группы
выпуска**

Марк Брэдфорд
mbradford@msk.bcs.ru

**Руководитель выпуска
русскоязычного продукта**

Ольга Сибиричева
osibiricheva@msk.bcs.ru

Анализ рынка акций

Стратегия

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

Нефть и газ

Владислав Метнёв
vmetnev@msk.bcs.ru

TMT

Анна Курбатова
akurbatova@msk.bcs.ru

Потребительский сектор

Владимир Кузнецов
vkuznetsov@msk.bcs.ru

Финансовый сектор

Ольга Найденова
onaydenova@msk.bcs.ru

Металлургия

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский

opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Машиностроение / Транспорт

Игорь Краевский
ikraevskiy@msk.bcs.ru

Анализ долговых рынков

Леонид Игнатъев
lignatyev@msk.bcs.ru

Дмитрий Дорофеев
ddorofeev@msk.bcs.ru

Мария Радченко
mgradchenko@msk.bcs.ru

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

Юлия Сафарбакова
ysafarbakova@msk.bcs.ru

Переводчик/Редактор

Николай Порохов
nporokhov@msk.bcs.ru

Елена Косовская
ekosovskaya@msk.bcs.ru

Технический специалист
 Эдуард Бадаев
badaevee@msk.bcs.ru

Светлана Фёдоровых
sfedorovykh@msk.bcs.ru

Настоящий аналитический отчет подготовлен департаментом аналитических исследований ООО «Компания БКС» (далее Компания) только в информационных целях. Ни информация, ни мнения не должны рассматриваться как предложение, рекомендация или оферта на покупку или продажу каких-либо финансовых инструментов. Этот отчет также не является ни инвестиционным, ни налоговым советом, ни консультацией, и он не учитывает особенности инвестиционной стратегии, склонность к риску и финансового положения тех, кто может получить этот отчет. Инвесторам следует самим принимать решения об обоснованности инвестиций в каждый финансовый инструмент или инвестиционных стратегий, упомянутых в данном отчете.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем отчете. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR). Инвестиции в экономику России и российские ценные бумаги сопряжены с высокой степенью риска и требуют соответствующих знаний и опыта.

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но Компания не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем отчете, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот доклад не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни Компания, ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что Компания и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, Компания и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Компания работает в России. Данный отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом законодательства РФ. Использование отчета за пределами России регулируется законодательством соответствующих стран. На территории Великобритании данный отчет может распространяться только среди приемлемых контрагентов или профессиональных клиентов (согласно определению в правилах FSA) и не должен передаваться розничным клиентам.

Этот отчет не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны Компании. Дополнительную информацию можно получить в Компании по запросу.