



Кучеров Андрей
Аналитик
Металлургия
+7 (495) 2874407,
доб. 216
a.kucherov@grandiscapital.ru

НЛМК: качественный актив по привлекательной цене ПОКУПАТЬ

Тикер MICEX	NLMK
Мсар, млн. долл.	13 232
EV, млн. долл.	16 165
Кол-во обыкн. акций, млн. шт.	5 993
Free float	11%

Обыкновенные акции:	Покупать
Целевая цена на конец 2012 г. долл.:	3.54
Текущая цена, долл.:	2.21
Потенциал роста/сниж.:	60%

Финансовые показатели, млн. долл.			
	2011П	2012П	2013П
Выручка	11664	14044	16312
ЕБИТДА	2362	2807	3446
Чистая прибыль	1348	1460	1953

Показатели рентабельности, %			
	2011П	2012П	2013П
Рентаб-ть ЕБИТДА	20%	20%	21%
Чистая рентаб-ть	12%	10%	12%

Рыночные коэффициенты			
	2011П	2012П	2013П
EV/S	1.4	1.2	1.0
EV/ЕБИТДА	6.8	5.8	4.7
P/E	9.8	9.1	6.8

Дивиденды, долл./акция			
по итогам года	2011П	2012П	2013П
Обыкновенные акции	0.056	0.073	0.121

В ближайшие два года продажи НЛМК существенно вырастут. Ввод новой доменной печи на основной площадке в Липецке, завода сортового проката в Калужской области, а также консолидация сталепрокатных активов SIF в Европе и США, по нашим оценкам, позволят НЛМК к концу 2013г. увеличить объемы реализации металлопродукции на 37% относительно объемов продаж в 2011г.

В текущем году мы ожидаем рост ЕБИТДА более чем на 18% г/г благодаря увеличению продаж с новых сталелитейных мощностей.

Операционная рентабельность будет стабильной на фоне опережающего роста издержек. Наличие собственной железной руды, а также внедрение современных технологий, повышающих эффективность выплавки стали, позволят НЛМК поддерживать операционную рентабельность в условиях опережающего роста постоянных и переменных издержек над ценами реализации готовой продукции.

Уровень долговой нагрузки НЛМК остается одним из наиболее низких в секторе. По нашим оценкам, на конец 2011г. соотношение Чистый долг/ЕБИТДА компании не превысит 1.2X. Учитывая, что комфортным соотношением Чистый долг/ЕБИТДА является 3.0X, НЛМК обладает возможностью свободного привлечения на долговом рынке до \$4 млрд. Таким образом, компания обладает высокой финансовой устойчивостью и может стать активным игроком на рынке M&A. С максимумов начала 2011г. акции НЛМК снизились более чем на 55% и являются сильно перепроданными, на наш взгляд. По соотношению EV/ЕБИТДА 2012 бумаги компании торгуются с коэффициентом 5.8X (в качестве ЕБИТДА взят прогноз Грандис Капитал), при этом справедливым значением мультипликатора мы считаем 7.5X. Высокое качество сталелитейных активов, перспективы значительного роста финансовых показателей, а также высокая финансовая устойчивость вкупе с сильной перепроданностью бумаг компании станут основными драйверами роста акций НЛМК.

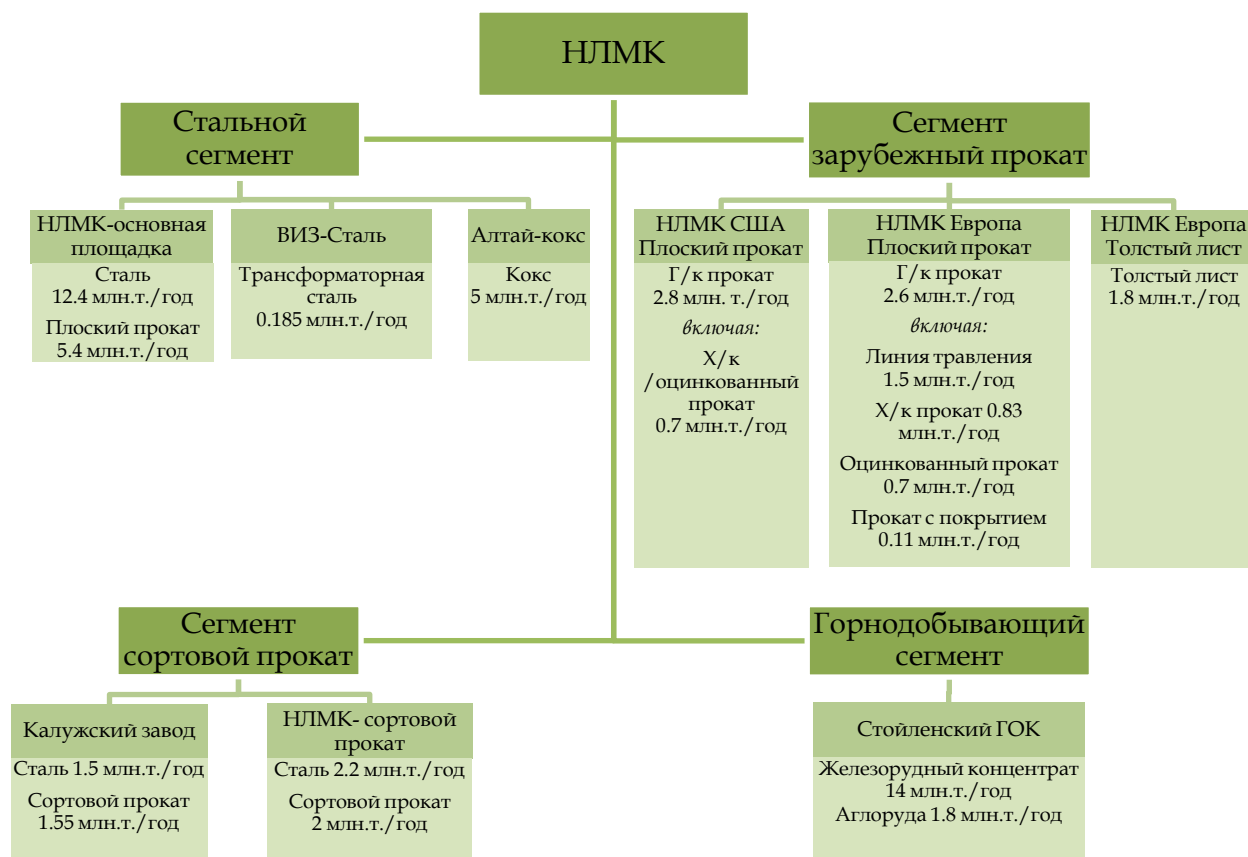
Мы определяем ценовой ориентир по акциям НЛМК на конец 2012г., как среднее между оценками по методу DCF и мультипликаторов, что предполагает \$3.54 за акцию, потенциал 60% к текущей цене, рекомендация «Покупать».



Оглавление

Описание компании	3
Структура собственности.....	4
Структура продаж металлопродукции НЛМК и операционная рентабельность	4
Рынок металлопродукции	6
Перспективы развития НЛМК.....	8
Операционные показатели	10
Финансовые показатели	11
Оценка.....	13
• Оценка по методу мультипликаторов	13
• Оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF).....	15
• Итоговая оценка.....	15
НЛМК: финансовые показатели по US GAAP и прогнозы, \$ млн.	16
НЛМК: сравнение по мультипликаторам с основными аналогами.....	17
Риски.....	18
Выводы и рекомендации	18

Описание компании



Источник: НЛМК

Бизнес-модель НЛМК состоит из четырех сегментов – Стальной сегмент, Сегмент зарубежный прокат, Сортовой прокат, Горнодобывающий сегмент.

- **Стальной сегмент** состоит из основной площадки в Липецке (мощность по выплавке стали 12.4 млн. т. в год, плоского проката – 5.4 млн. т. в год), завода ВИЗ-Сталь по производству трансформаторной стали общей мощностью 0.185 млн. т. в год, коксохимического производства общей мощностью 7.5 млн. т. в год (завод Алтай-кокс имеет мощности 5 млн. т. в год, на основной площадке 2.5 млн.т. в год).
- **Сегмент сортовой прокат** объединяет Нижнесергинский метизно-металлургический завод по выпуску стали и сортового проката, Уральский завод прецизионных сплавов по производству метизной продукции (Свердловская область), строящийся завод в Калужской области по производству стали и сортового проката (предполагается ввод Калужского завода в две очереди – в конце 2012 г. 0.9 млн. т. и в 2013г. – еще 0.6 млн т.), а также ломозаготовительную сеть Вторчермет НЛМК. К концу 2013г. общие мощности по выплавке стали сегмента составят 3.7 млн. т. в год, по выпуску сортового проката 3.55 млн. т в год.
- **Горнодобывающий сегмент** включает в себя Стойленский ГОК в Белгородской области, Стагдок в Липецкой области по производству



железородного сырья (мощность по производству железородного концентрата 14 млн. т в год, аглоруды 1.8 млн. т в год).

- **Сегмент зарубежный прокат** объединяет заводы в США по производству плоского проката общей мощностью 2.8 млн. т. в год, заводы по производству плоского проката в Европе общей мощностью 2.6 млн. т. в год., а также активы в Европе по производству толстого листа общей мощностью 1.8 млн. т. в год.

Структура собственности

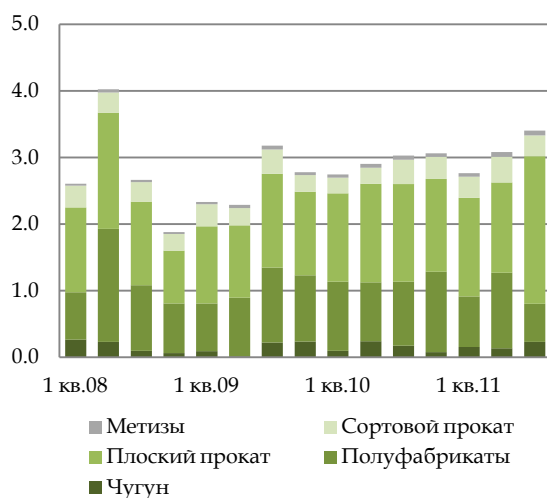
Основным акционером НЛМК с долей около 86% является Владимир Лисин. В свободном обращении находится около 11% акций компании.

Акционеры	Доля, %
FLETCHER GROUP HOLDINGS LIMITED *бенефициаром компании является В.С. Лисин, Председатель Совета директоров ОАО «НЛМК»	85.54
Компании, бенефициарами которых являются менеджеры НЛМК	3.17
Free float	11.29

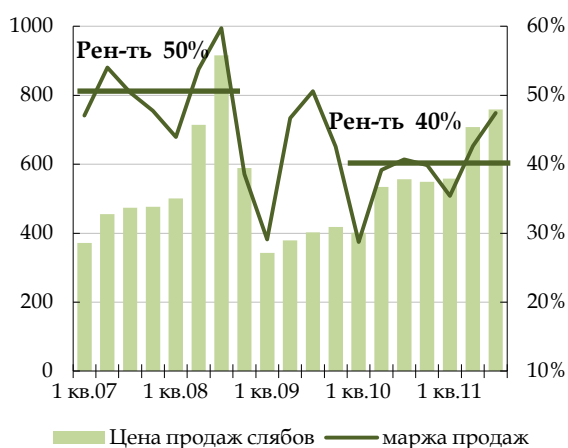
Источник: НЛМК

Структура продаж металлопродукции НЛМК и операционная рентабельность

Структура продаж металлопродукции, млн.т.



Сравнение цены реализации полуфабрикатов с рентабельностью продаж, \$/тонна



Источник: НЛМК, расчеты Грандис Капитал



НЛМК обладает одними из наиболее эффективных сталелитейных мощностей в российской черной металлургии – до кризиса рентабельность продаж стальной продукции (отношение чистого денежного дохода с продажи стальной продукции к цене продажи) у НЛМК составляла около 50%, посткризисная рентабельность снизилась до 40%.

За последние 2 года среднеквартальные продажи НЛМК составляли около 3 млн. т. металлопродукции. В 2009-2010гг. структура продаж НЛМК была следующей – около 35% всех продаж приходилось на полуфабрикаты, 45% составляли продажи плоского проката, 10% - сортовой прокат, 5% - чугун, 2% - метизы.

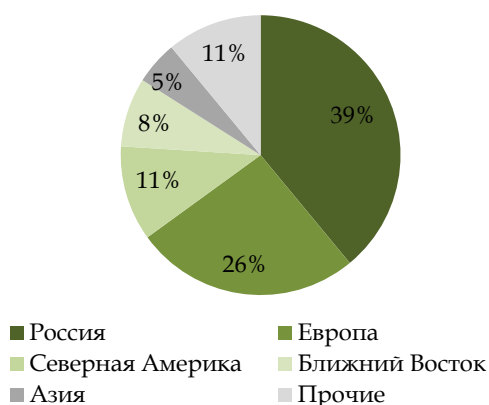
НЛМК, структура продаж по объему в 3-м квартале 2011г.



Источник: НЛМК, расчеты Грандис Капитал

В связи с консолидацией активов совместного предприятия SIF в конце 2-го квартала 2011г., продажи полуфабрикатов Группы третьим лицам в 3-м квартале снизились на 18%, соответственно продажи плоского проката увеличились на 18% (до консолидации НЛМК отправлял свои полуфабрикаты SIF), доли продаж чугуна, метизов и сортового проката принципиально не изменились. Продажи плоского горячекатаного проката в 3-м квартале у НЛМК составили 27% от общего объема продаж, при этом продажи плоского проката с высокой добавленной стоимостью составили 39%.

НЛМК, распределение выручки по регионам в 3-м квартале 2011г.



Источник: НЛМК

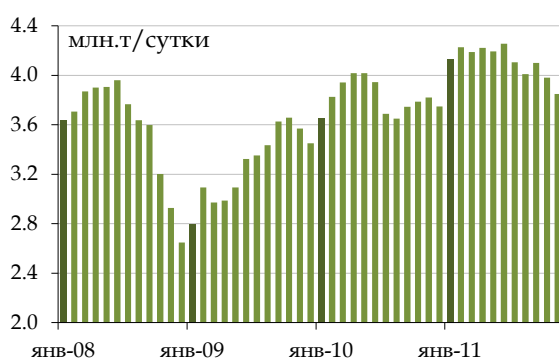
Основными рынками сбыта по регионам продукции НЛМК являются Россия и Европа, на которые приходится около 39% и 26% соответственно. Североамериканский рынок в выручке НЛМК занимает около 11%. Оставшиеся 24% распределены между Ближним Востоком, Азией и прочими странами.

Рынок металлопродукции

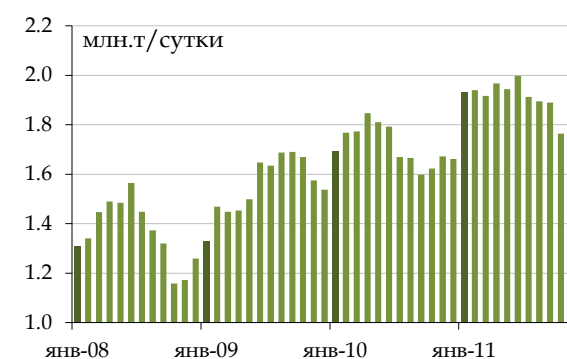
В первой половине 2011 года мировой спрос на сталь достиг своего исторического максимума, в результате чего среднесуточное производство стали составило 4.2 млн.т. Основным драйвером роста потребления выступил Китай, на который приходится более 45% мирового производства и потребления стали.

Замедление темпов экономического роста в Китае во второй половине 2011г. стало основной причиной сокращения спроса на стальной прокат и соответственного снижения выплавки стали. Так, среднесуточный объем выплавки стали в Китае в ноябре снизился по сравнению с максимумом начала года на 17%, при этом среднесуточное производство стали в мире в ноябре сократилось на 11%.

Среднесуточная выплавка стали в мире



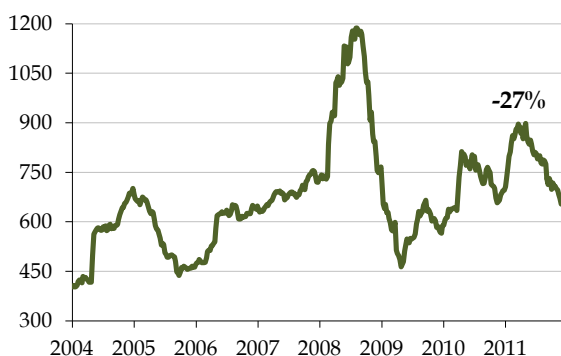
Среднесуточная выплавка стали в Китае



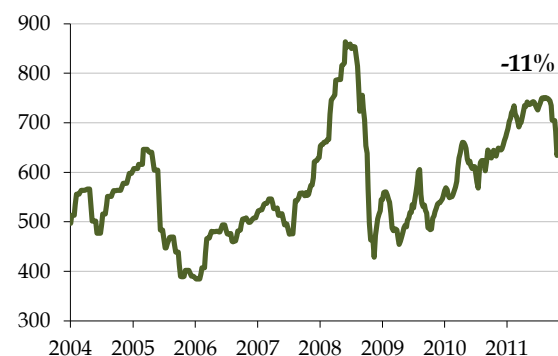
Источник: World Steel, SBB

Мировое снижение спроса на металлопродукцию негативно отразилось не только на объемах потребления, но и на отпускных ценах. В Китае с середины 2011г. цены на горячекатаный прокат снизились на 11%, в Европе сокращение цен за этот период было более значительным и составило 27%. Долговой кризис в европейских странах стал одним из основных факторов более значительного снижения цен в Европе в сравнении с Китаем.

Средние цены реализации г/к проката в Европе, \$/тонна



Средние цены реализации г/к проката в Китае, \$/тонна

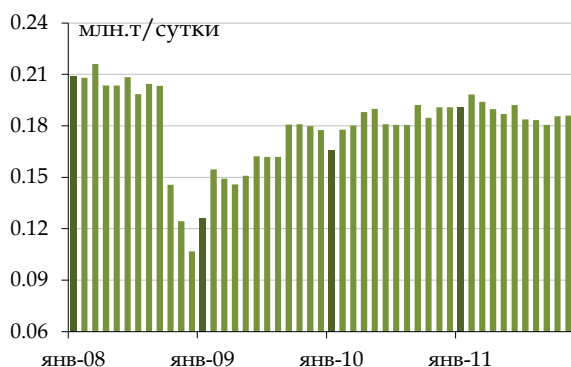


Источник: World Steel, SBB

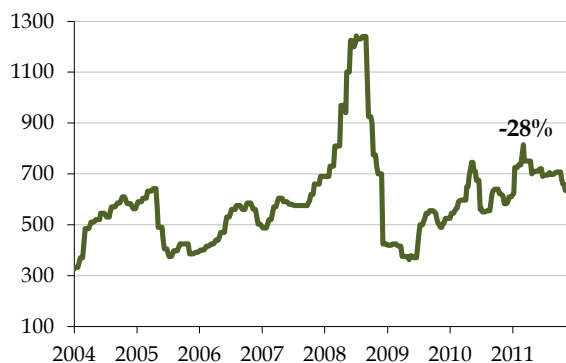
В России с конца 2009г. по текущий момент среднесуточная выплавка стали стабилизировалась на уровне 0.18-0.2 млн.т. Внутренние цены на металлопрокат в основном определяются экспортными котировками металлопроката, поэтому в качестве индикатора внутренних цен мы используем котировки металлопроката в российских портах Черного моря.

С конца марта 2011г. котировки на горячекатаный прокат следовали общеевропейским тенденциям и на текущий момент снизились на 28%.

Среднесуточная выплавка стали в России



Средние цены реализации г/к проката в российских портах Черного моря, \$/тонна



Источник: World Steel, SBB

За последние 7 лет средний темп роста стоимости полуфабрикатов в российских портах Черного моря составил 5% в год, г/к проката 4% в год. При этом наибольшие темпа роста металлопродукции наблюдались в 2007-2008гг., в кризисный 2009г. снижение составило более 45% г/г, а в 2010-2011гг. происходило посткризисное восстановление котировок.

Котировки металлопродукции в российских портах Черного моря

\$/тонна	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	CARG 2004-2011
Полуфабрикаты	441	363	417	493	751	365	529	629	5%
изменение		-18%	15%	18%	52%	-51%	45%	19%	
Горячекатаный прокат	517	482	501	584	903	459	610	699	4%
изменение		-7%	4%	16%	55%	-49%	33%	15%	

Источник: SBB, расчеты Грандис Капитал

В 2012 году мы прогнозируем дальнейший рост цен на металлопродукцию, связанный с ростом потребления стали в развивающихся странах, в частности в Китае. Тем не менее, мы исходим из предпосылки замедления темпов роста стоимости металлопроката по сравнению с 2011г. Мы предполагаем, что увеличение стоимости полуфабрикатов в 2012г. составит 7% г/г, рост стоимости г/к проката составит 9% г/г. В 2013-2016 гг. мы закладываем одинаковый темп роста котировок полуфабрикатов и г/к проката, который в целом соответствует среднему темпу роста в 2004-2011г.

**Котировки металлопродукции в российских портах Черного моря и прогнозы**

\$/тонна	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Полуфабрикаты	629	670	700	730	760	790
изменение		7%	4%	4%	4%	4%
Горячекатаный прокат	699	759	790	822	853	884
изменение		9%	4%	4%	4%	4%

Источник: SBB, расчеты Грандис Капитал

В нашей финансовой модели по НЛМК закладываем темп роста металлопроката компании равный темпам роста экспортных котировок в российских портах Черного моря (данное предположение является основополагающим при прогнозировании финансовых показателей НЛМК).

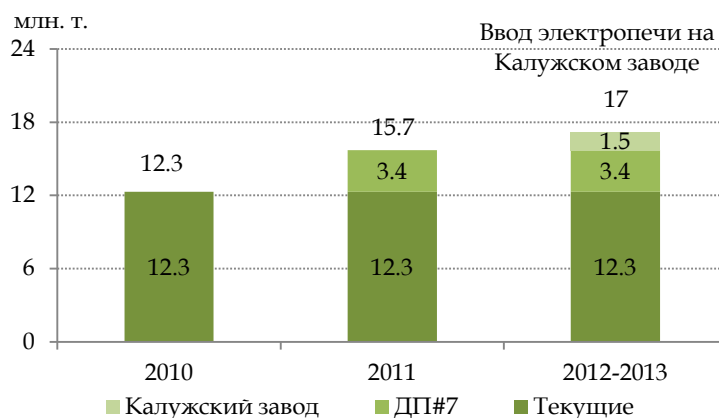
Перспективы развития НЛМК

- Во второй половине 2011г. НЛМК завершил реализацию одного из своих главных инвестиционных проектов – **пуск в промышленную эксплуатацию доменной печи №7 на основной площадке в Липецке**, в результате чего консолидированные мощности НЛМК по выплавке стали выросли на 3.4 млн.т. до 15.7 млн.т. в год. Совместно с запуском ДП №7 были введены в строй:
 - новый конвертер, благодаря которому сталелитейные мощности основной площадки в Липецке были увеличены на 36% до 12.4 млн.т. в год;
 - новый агрегат циркуляционного вакуумирования (АЦВ) мощностью 4 млн. т. стали в год, позволивший улучшить качество выпускаемых полуфабрикатов;
 - реконструирована машина непрерывного литья заготовок (МНЛЗ-8) мощностью 2.5 млн. т. в год, в результате чего была увеличена производительность агрегата, расширен сортамент выпускаемых полуфабрикатов при сохранении качества, а также появилась возможность приступить к выпуску слябов толщиной до 355 мм. для последующего изготовления из них широкого толстого листа, в том числе на дочерних предприятиях НЛМК в Европе;
 - новый агрегат «печь-ковш» (АПК) мощностью 2 млн. т. стали в год. Эксплуатация агрегата позволит расширить марочный состав стали и повысить качество металла за счет снижения содержания в нем неметаллических включений и серы.
 - Увеличено собственное производство электроэнергии за счет переработки попутных газов доменного и сталеплавильного производства на 50% (на 150МВт). В результате самообеспеченность электроэнергией выросла с 45% до 56%.



2. В 2012-2013гг. планируется завершить строительство завода по производству сортового проката в Калужской области. В результате общие мощности НЛМК по выплавке стали к концу 2013г. увеличатся на 1.5 млн. т. в год, а по производству сортового проката на 1.55 млн. т. в год.

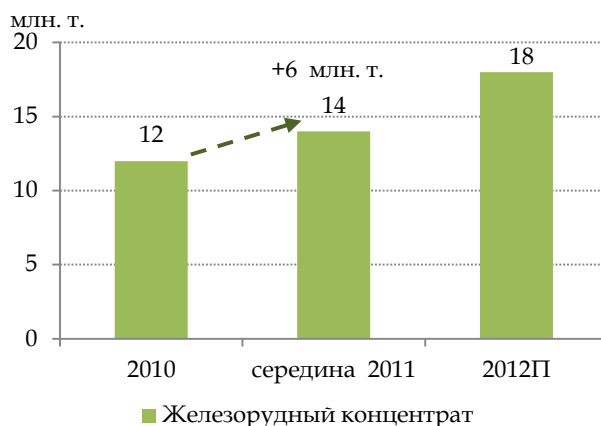
НЛМК: сталелитейные мощности



Источник: НЛМК

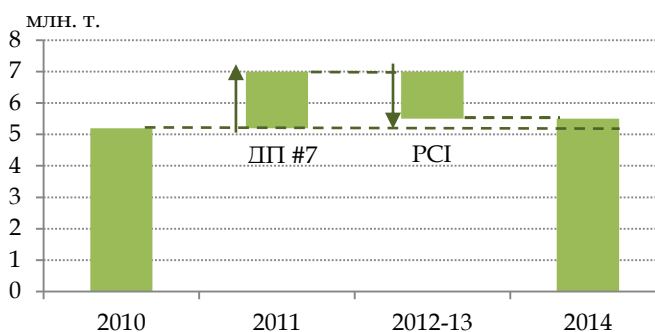
3. К концу 2011г. общие мощности по производству железорудного концентрата на добывающем сегменте НЛМК выросли до 14 млн. т. Компания ставит своей целью увеличение мощностей по производству железорудного концентрата к 2014г. до 18 млн. т. в год за счет запуска фабрики по выпуску окатышей на 6 млн. т. в год.

НЛМК: производство ЖРС



Источник: НЛМК

4. Реализация проекта по внедрению технологии вдувания пылеугольного топлива (PCI) в доменном производстве. В связи с пуском новой доменной печи текущая годовая потребность НЛМК в концентрате коксующегося угля выросла на треть до 7 млн. т. Благодаря внедрению технологии вдувания пылеугольного топлива к 2014г. удастся увеличить эффективность использования угольного топлива и снизить потребности НЛМК в коксующемся угле на 20-30% до 5.4 млн.т. в год и природного газа на 70-80%.

НЛМК: потребность в коксующемся угле

Источник: НЛМК

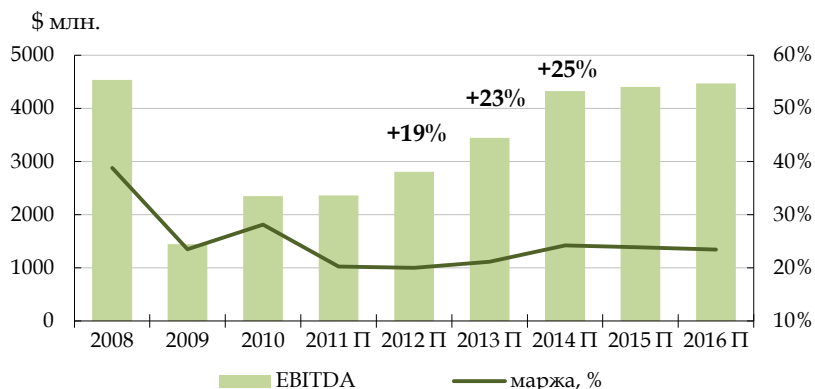
- К 2014г. на основной площадке в Липецке мощности по производству горячекатаного проката планируется увеличить на 400 млн. т., холоднокатаного проката на 300 тыс.т.
- Возможность разработки собственных угольных месторождений – Жерновское (3.6 млн. т. концентрата коксующегося угля марки ГЖ/Ж с 2015г.) и Усинское (2.7 млн. т. концентрата коксующегося угля марки Ж/2Ж с 2017г.). Добыча собственного коксующегося угля позволит снизить общую себестоимость производства металлопродукции и сократить зависимость от поставщиков угля.
- Дальнейшие планы НЛМК – снижение инвестиционной активности (основные проекты завершены либо в стадии завершения) с одновременным ростом производства и операционного денежного потока. Данные шаги сделают возможным **значительное увеличение свободного денежного потока в ближайшем будущем и выплату высоких дивидендов.**

Операционные показатели

Основным достижением НЛМК в 2011г. мы считаем запуск доменной печи №7 на основной площадке в Липецке, благодаря которой мощности компании по выплавке стали вырастут на 3.4 млн. Запуск ДП №7 позволит НЛМК значительно увеличить выпуск полуфабрикатов.

По нашим оценкам в 2012г. продажи полуфабрикатов с липецкой площадки увеличатся на 1.5 – 2.0 млн. т г/г. Тем не менее, выручку от продажи металлопродукции НЛМК будет наращивать не за счет увеличения продаж полуфабрикатов, а за счет роста продаж стального проката. В 2011г. НЛМК консолидировал прокатные мощности совместного предприятия SIF, которое объединяет заводы по выпуску плоского проката в США и Европе.

НЛМК увеличит поставки стальной заготовки в адрес SIF, что позволит обеспечить полную загрузку мощностей российских активов компании (стального и горнорудного сегментов), на которых генерируется основная часть

**НЛМК: оценка EBITDA и рентабельности**

Источник: НЛМК, расчеты Грандис Капитал

По нашим оценкам в 2012-2016гг. рентабельность НЛМК по EBITDA будет находиться в диапазоне 20-24%. Таким образом, рост продаж НЛМК обеспечит относительно стабильный уровень операционной рентабельности фоне увеличения как постоянных, так и переменных издержек.

На текущий момент НЛМК обладает одной из наиболее низких в российском металлургическом секторе уровней долговой нагрузки. На конец 2011г. мы прогнозируем, что соотношение Чистый долг/EBITDA не превысит 1.2X.



Оценка

Справедливую стоимость акций НЛМК мы рассчитываем как среднее между оценкой по методу мультипликаторов и методу дисконтированных денежных потоков DCF.

- *Оценка по методу мультипликаторов*

В качестве оценочного мультипликатора мы предлагаем использовать leading EV/ЕВITDA (в качестве оценки ЕВITDA берется консенсус-прогноз Bloomberg первого прогнозируемого фискального года).



Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал

Исторически рынок оценивал НЛМК по показателю leading EV/ЕВITDA в 7.0X (в качестве оценки ЕВITDA берется консенсус-прогноз Bloomberg первого прогнозируемого фискального года).

НЛМК: консенсус-прогноз Bloomberg показателя ЕВITDA и фактическое значение

\$ млн.	2008	2009	2010
Консенсус Bloomberg	4969	1948	2479
Фактическое значение	4538	1444	2348
разница	9%	35%	6%

Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал

В 2008г. среднегодовой консенсус-прогноз Bloomberg показателя ЕВITDA был выше фактического значения НЛМК на 9%, в 2009г. оценка была выше на 35%, в 2010г. разница сократилась до 6%. В 2011г. средний консенсус-прогноз Bloomberg ЕВITDA компании составил \$3.2 млрд. (в конце 2011 года прогноз ЕВITDA



составил \$2.8 млрд.). Учитывая тот факт, что за первые 9 месяцев 2011г. EBITDA НЛМК составила \$1.9 млрд. (в 3-м квартале 2011г. составила \$478 млн.), мы прогнозируем EBITDA в 2011г. \$2.36 млрд. По результатам 2011г. консенсус-прогноз Bloomberg, на наш взгляд, будет выше фактического значения EBITDA минимум на 15%.

Таким образом, за последние 4 года рыночные ожидания EBITDA НЛМК выше фактических на 10-15%. В этой связи показатель leading EV/EBITDA 7.0X мы считаем заниженным и в качестве целевого значения берем leading EV/EBITDA равный 7.5X.

НЛМК: оценка справедливой стоимости по методу мультипликаторов

Целевой мультипликатор leading EV/EBITDA	Оценка EBITDA 2012, \$ млн.	Оценка EV, \$ млн.	Чистый долг на 30.09.2011, \$ млн.	Оценка справедливой капитализации, \$ млн.	Оценка справедливой капитализации, \$/акция
7.5	2 807	21056	2933	18123	3.02

Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал

С учетом целевого мультипликатора leading EV/EBITDA 7.5X, нашей оценки EBITDA 2012 \$2.8 млрд. и размера чистого долга на 30.09.2011 \$2.9 млрд., оценка справедливой стоимости НЛМК по методу мультипликаторов составляет \$3.02 за акцию.



- *Оценка по методу дисконтированных денежных потоков*

Модель дисконтированных денежных потоков НЛМК мы строим до 2016 года включительно. Мы предполагаем, что конечный темп роста денежных потоков компании будет составлять 3.5%, а ставка дисконтирования WACC 12.4%. Справедливая стоимость по методу DCF на конец 2012г. составляет \$4.1 за акцию.

НЛМК: модель дисконтированных денежных потоков (DCF)

\$ млн		2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка		6140	8351	11664	14044	16312	17846	18475	19071
ЕБИТДА		1444	2348	2362	2807	3446	4323	4406	4471
рентабельность %		24%	28%	20%	20%	21%	24%	24%	23%
ЕБИТ		891	1794	1650	1962	2576	3439	3516	3579
Налоги		178	359	330	392	515	688	703	716
НОРАТ		713	1436	1320	1570	2061	2751	2813	2863
+ Амортизация		553	554	712	845	870	884	890	893
- Капитальные затраты		-1050	-1272	-2005	-1446	-1341	-1015	-939	-916
Изменение оборотного капитала		317	-527	449	-228	-361	-657	-121	-116
Свободный денежный поток		533	190	476	742	1229	1964	2642	2724

Показатель	
Терминальный темп роста	3.5%
Стоимость капитала	14.1%
Посленалоговая стоимость долга	5.6%
Debt/(Debt+Equity)	20%
WACC	12.4%
Прив. стоимость. FCF	6962
Терминальная стоимость	31799
Прив. терминальная стоимость	19947
Дисконт. денежный поток	26909
Чистый долг на 31/12/11	2592
Чистая стоим. компании	24317
Количество обыкн. акций, млн	5993
Целевая цена, \$	4.06

		Анализ чувствительности						
		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%
Терминальный темп роста (%)	5.0%	6.2	5.6	5.2	4.8	4.5	4.2	3.9
	4.5%	5.7	5.3	4.9	4.5	4.2	3.9	3.7
	4.0%	5.3	4.9	4.6	4.3	4.0	3.8	3.5
	3.5%	5.0	4.6	4.3	4.1	3.8	3.6	3.4
	3.0%	4.7	4.4	4.1	3.9	3.6	3.4	3.3
	2.5%	4.5	4.2	3.9	3.7	3.5	3.3	3.1
	2.0%	4.2	4.0	3.7	3.5	3.3	3.2	3.0

Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал

- *Итоговая оценка*

С учетом оценок по методу мультипликаторов и DCF, справедливая оценка акций НЛМК на конец 2012г. составляет \$3.54 за акцию, потенциал роста 60% к текущей цене.

Оценка по мультипликатору EV/ЕБИТДА 7.5X, \$/акция	Вес 0.5	3.02
Оценка по методу DCF, \$/акция	Вес 0.5	4.06
Справедливая стоимость акции, \$		3.54
Потенциал роста		60%

Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал



НЛМК: финансовые показатели по US GAAP и прогнозы, \$ млн.

Отчет о прибылях и убытках	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	7719	11699	6140	8351	11664	14044	16312	17846	18475	19071
Операционные расходы	4313	7139	4770	6088	9353	11237	12867	13522	14069	14600
Амортизация	408	499	478	469	661	845	870	884	890	893
Операционная прибыль	2998	4061	891	1794	1650	1962	2576	3439	3516	3579
ЕБИТДА	3336	4538	1444	2348	2362	2807	3446	4323	4406	4471
Чистые процентные расходы	-68	117	111	-29	-1	132	128	117	99	73
Прочие расходы (доходы)	-90	813	358	101	-88	0	0	0	0	0
Прибыль до налогов	3157	3132	422	1722	1739	1830	2448	3322	3417	3506
Налоги на прибыль	837	703	182	391	459	403	539	731	752	771
Доля миноритариев	23	149	26	76	-68	-32	-43	-59	-61	-62
Чистая прибыль	2247	2279	215	1255	1348	1460	1953	2650	2726	2797
Баланс	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Денежные средства и эквиваленты	1155	2168	1699	1171	1230	1492	2132	3213	4728	6315
Дебиторская задолженность	1696	1488	913	1260	1507	1756	2039	2379	2463	2543
Запасы	1236	1556	1134	1580	2182	2260	2588	3005	3126	3244
Прочие оборотные активы	301	134	131	94	97	106	122	142	147	152
Основные средства	6450	6826	7316	8382	10551	11152	11623	11753	11802	11825
Прочие внеоборотные активы	2238	1892	1309	1412	1196	1264	1318	1333	1338	1341
Итого активы	13076	14065	12502	13899	16763	18029	19821	21825	23605	25420
Кредиторская задолженность	1395	1879	841	1107	1630	1729	1979	2080	2164	2246
Краткосрочный долг	1537	1080	557	526	1031	1031	1031	1031	1031	1031
Прочие краткосрочные обязательства	71	21	19	19	34	35	36	36	34	32
Долгосрочный долг	73	1930	1939	2099	2791	2791	2791	2791	2791	2791
Прочие долгосрочные обязательства	902	431	536	594	1061	1104	1129	1106	1058	1005
Капитал и резервы	9098	8723	8610	9554	10216	11339	12854	14781	16527	18315
Итого пассивы	13076	14065	12502	13899	16763	18029	19821	21825	23605	25420
Отчет о движении денежных средств	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Операционная прибыль	2998	4061	891	1794	1650	1962	2576	3439	3516	3579
Налоги на прибыль	837	703	182	391	459	403	539	731	752	771
Амортизация	408	499	478	469	661	845	870	884	890	893
Чистые процентные расходы	-68	117	111	-29	-1	132	128	117	99	73
Изменение оборотного капитала	-113	-959	317	-527	449	-228	-361	-657	-121	-116
Денежные потоки от операций	2524	2781	1394	1431	2302	2045	2419	2819	3434	3511
Капиталовложения	-958	-2448	-1050	-1272	-2005	-1446	-1341	-1015	-939	-916
Прочие доходы (инвестиции)	-310	50	-721	-568	394	0	0	0	0	0
Свободные денежные потоки	1256	382	-377	-416	691	599	1078	1804	2495	2595
Изменение долга - приток	1313	1400	-514	129	1197	0	0	0	0	0
Дивиденды	703	843	2	165	248	337	438	723	981	1009
Прочий отток	1439	-242	20	43	1254	0	0	0	0	0
Чистые денежные потоки	427	1181	-912	-495	386	262	640	1082	1514	1587

Источник: Данные компании, расчеты Грандис Капитал

**НЛМК: сравнение по мультипликаторам с основными аналогами**

Компания	Тикер	МСap \$ млн	EV \$ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
				2011П	2012П	2013П	2011П	2012П	2013П	2011П	2012П	2013П
ММК	magn rx	4779	7619	10.0	8.4	7.2	4.6	4.0	3.7	0.8	0.7	0.6
Евраз	evrz li	8509	15693	7.8	6.2	4.8	4.8	4.6	4.1	0.9	0.9	0.8
Северсталь	chmf rx	13377	17466	5.9	6.2	6.1	4.2	4.3	4.2	1.0	1.0	0.9
Мечел*	mtl us	4671	13190	7.9	4.4	4.3	5.8	4.7	4.4	1.0	0.9	0.8
Среднее				7.9	6.3	5.6	4.9	4.4	4.1	0.9	0.9	0.8
НЛМК*	nlmk rx	13232	16165	9.8	9.1	6.8	6.8	5.8	4.7	1.4	1.2	1.0
	премия(дисконт)				44%	21%	41%	31%	14%	48%	34%	23%
Развивающиеся рынки												
Usiminas	usim5 bz	8178	10104	63.5	37.5	14.8	14.6	10.6	6.4	1.5	1.4	1.2
Gerdau	ggbr4 bz	14915	22442	14.8	11.7	8.9	8.5	7.5	6.2	1.2	1.1	1.0
CSN	csna3 bz	13398	19332	8.3	9.7	8.5	5.4	5.3	4.6	2.1	2.0	1.8
POSCO	005490 ks	29339	34646	9.2	8.0	7.4	4.9	4.5	4.1	0.6	0.6	0.5
Hyundai	004020 KS	7491	13418	10.6	8.3	7.5	7.6	6.8	6.2	1.0	1.0	1.0
Baoshan Steel	600019 CH	14052	22527	10.1	8.3	6.9	5.4	4.9	4.3	0.6	0.6	0.6
China Steel	2002 TT	14600	16908	19.7	18.4	15.7	8.9	8.7	7.4	1.2	1.2	1.2
Tata Steel	tata is	7221	17679	5.0	7.1	6.2	5.2	6.5	5.5	0.7	0.7	0.7
Steel Authority of India Ltd (India)	SAIL IN	7305	7907	6.0	9.3	7.8	4.2	6.5	4.9	0.8	0.9	0.8
Среднее				16.4	13.1	9.3	7.2	6.8	5.5	1.1	1.1	1.0
НЛМК*	nlmk rx	13232	16165	9.8	9.1	6.8	6.8	5.8	4.7	1.4	1.2	1.0
	премия(дисконт)				-31%	-27%	-5%	-16%	-15%	27%	9%	1%
Развитые рынки												
Nippon Steel	5401 jt	16205	31355	13.1	13.2	10.2	5.4	5.8	5.6	0.6	0.6	0.6
JFE Holdings	5411 jt	10559	28463	11.0	105.6	11.2	5.3	6.7	6.1	0.7	0.7	0.7
Nucor Corp.	nue us	13336	15151	18.3	13.4	10.3	7.8	6.5	5.3	0.8	0.7	0.7
ThyssenKrupp	tka gr	12903	16754	10.8	12.6	7.2	3.5	3.9	3.1	0.3	0.3	0.3
United States Steel	x us	4113	7298	204.6	11.1	6.4	7.2	4.8	3.8	0.4	0.4	0.3
ArcelorMittal	mt us	30172	49875	9.0	8.5	5.2	4.9	4.7	3.8	0.5	0.5	0.5
Voestalpine AG	VOE AV	5363	9996	7.7	7.7	7.0	4.5	4.9	4.8	0.6	0.7	0.7
Среднее				39.2	24.6	8.2	5.5	5.3	4.7	0.6	0.5	0.5
НЛМК*	nlmk rx	13232	16165	9.8	9.1	6.8	6.8	5.8	4.7	1.4	1.2	1.0
					-63%	-18%	24%	8%	1%	149%	112%	88%

Источник: Bloomberg, расчеты Грандис Капитал

* оценки Грандис Капитал

Наиболее релевантным для сравнения мы считаем мультипликаторы EV/EBITDA и P/E 2012 и 2013гг. По данным мультипликаторам НЛМК торгуется с премией к российским аналогам.

С другой стороны, в сравнении с зарубежными аналогами на развитых и развивающихся рынках по показателям EV/EBITDA и P/E 2012 и 2013гг. НЛМК в основном торгуется с дисконтом.



Риски

Мы видим следующие риски, реализация которых может привести к снижению стоимости акции НЛМК:

- **Сокращение мирового спроса на металлопродукцию** из-за обострения долгового кризиса в европейских странах, рецессии в США или значительного замедления роста экономики Китая. В частности на Европу и США приходится около 40% выручки НЛМК. Поэтому снижение потребления стали в этих регионах может негативно отразиться на уровне продаж и операционной прибыли НЛМК.
- **Снижение внутрисоссийского спроса на металлопрокат.** Российская экономика является экспортно-ориентированной и сильно зависит от уровня спроса на сырьевые материалы, в частности нефть и газ на международных рынках. Поэтому уровень внутрисоссийского потребления металлопродукции напрямую зависит от экспортных доходов. В случае снижения мирового спроса на сырье, сокращения экспортных доходов и соответственно уменьшения потребления металлопроката не избежать.
- **Рост политической нестабильности в России** в преддверии выборов Президента РФ. Рост политической неопределенности негативно воспринимается инвесторами, что может существенно снизить привлекательность российского фондового рынка и акций НЛМК в частности.
- **Наличие операционных рисков.** Metallургическая отрасль является отраслью с высокими операционными рисками. Нельзя исключать возможность технологических аварий на производственных мощностях НЛМК, которые могут нанести серьезный урон как операционным, так и финансовым показателям НЛМК.

Выводы и рекомендации

НЛМК обладает одними из наиболее эффективных сталелитейных мощностей в российском металлургическом секторе. Ввод новой доменной печи на основной площадке в Липецке, завода сортового проката в Калужской области, а также консолидация сталепрокатных активов SIF в Европе и США, по нашим оценкам, позволят НЛМК к концу 2013г. увеличить объемы реализации металлопродукции на 37% относительно объемов продаж в 2011г.

Наличие собственной железной руды, а также внедрение современных технологий, повышающих эффективность выплавки стали, сделают возможным для НЛМК поддерживать операционную рентабельность в условиях



опережающего роста постоянных и переменных издержек над ценами реализации готовой продукции.

Уровень долговой нагрузки НЛМК остается одним из наиболее низких в секторе. На конец 2011г. мы прогнозируем, что соотношение Чистый долг/ЕБИТДА не превысит 1.2X. Учитывая, что комфортным соотношением Чистый долг/ЕБИТДА является 3.0X, НЛМК обладает возможностью свободного привлечения на долговом рынке до \$4 млрд. Таким образом, компания может стать активным игроком на рынке M&A.

В текущем году мы ожидаем рост ЕБИТДА более чем на 18% благодаря увеличению продаж с новых сталелитейных мощностей.

С максимумов начала 2011г. акции НЛМК снизились более чем на 55% и являются сильно перепроданными, на наш взгляд. По соотношению EV/ЕБИТДА 2012 бумаги компании торгуются с коэффициентом 5.8X (в качестве ЕБИТДА взят прогноз Грандис Капитал), при этом справедливым значением мультипликатора мы считаем 7.5X.

Высокое качество сталелитейных активов, перспективы значительного роста финансовых показателей, а также высокая финансовая устойчивость вкупе с сильной перепроданностью бумаг компании станут основными драйверами роста акций НЛМК.

Справедливую стоимость акций НЛМК мы оцениваем как среднее между оценкой по методу мультипликаторов и методу дисконтированных денежных потоков DCF. **Наша справедливая оценка акций НЛМК на конец 2012г. составляет \$3.54 за акцию, потенциал роста 60% к текущей цене, рекомендация “Покупать”.**

**ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»**

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07
, info@grandiscapital.ru

Департамент финансовых рынков

Михаил Козаков
Директор Департамента
M.Kozakov@grandiscapital.ru

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
A.Makarov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Дмитрий Терехов
Старший аналитик
D.Terehov@grandiscapital.ru

Ксения Аношина
Аналитик
K.Anoshina@grandiscapital.ru

Андрей Кучеров
Аналитик
A.Kuchеров@grandiscapital.ru

Отдел продаж

Дмитрий Шацкий
Начальник отдела продаж
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Инна Булгакова
Специалист
I.Bulgakova@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенеv
Начальник отдела
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
M.Kan@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов
Управляющий активами
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности
Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами
Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности
Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности
Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

© 2012 Грандис Капитал. Все права защищены.

Предупреждение о риске возникновения убытков. Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и долговые инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржи).

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК "Грандис Капитал" считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Грандис Капитал» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.

INVESTMENT COMPANY
GRANDIS CAPITAL

