

## НЛМК

*Лидер по устойчивости*

### Ключевые моменты

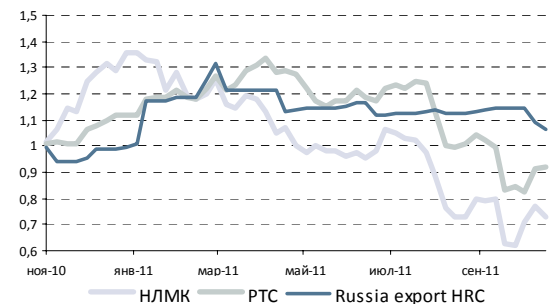
- **Неопределенность на рынке суверенных долгов** ведет к сокращению инвестиционных программ, что, в свою очередь, приводит к сокращению спроса на стальной прокат. Последний квартал был одним весьма тревожным для металлургов РФ: выплавка стали сократилась на 5%. На этом фоне выделяется НЛМК, для которого текущий год должен стать рекордным по объему производства стали, главным образом из-за запуска новой доменной печи и конвертора на липецкой площадке НЛМК – ожидаемый объем производства стали в 2011 г составляет 12 млн т против 11,5 т в предыдущем году.
- **Низкая себестоимость производства стали в НЛМК** благодаря современному высокотехнологичному оборудованию и самообеспеченности сырьем позволяет компании оставаться второй по рентабельности среди российских черных металлургов.
- **Самое низкое долговое обременение НЛМК** (долг/ЕБИТДА: 1,0) среди черных металлургов РФ делает акции компании одним из наиболее безопасных вложений на российском рынке в условиях роста процентных ставок и сжатия долгового рынка.
- Сталелитейная отрасль весьма чувствительна к внешним макроэкономическим факторам. Динамика цен на сталь и металлургическое сырье, обменные курсы валют являются весьма изменчивыми величинами. С началом кризисных явлений, в условиях замедления экономического роста, акции компаний сектора черной металлургии показывают опережающее снижение котировок. Это связано с тем, что основным направлением потребления стальной продукции являются инвестиционные проекты: строительство недвижимости и автопром.
- Наша справедливая стоимость обыкновенных акций компании, полученная методом DCF, составляет 3,67 долл. за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 64%. Учитывая высокую волатильность на рынках акций и сырьевых товаров, мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ».
- **Катализаторами роста котировок могут стать:**
  - традиционный пересмотр цен на стальной прокат в начале года;
  - рост уверенности в росте мировой экономики после развязывания «Греческого узла» и наращивание инвестиционных программ;
  - продолжение наращивания инвестиционных программ в российской нефтегазовой отрасли.

**Цель: 3,67 долл. (+64%), ПОКУПАТЬ**

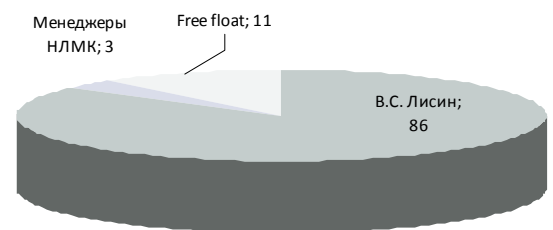
Аналитик: Айрат Халиков  
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru

### Основные показатели

**Динамика цены акций компании относительно индекса РТС и цены на стальной прокат**



**Акционеры, %**



### Информация о компании

Код Bloomberg	NLMK RX
Цена обыкн. акции, долл.	2,24
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	1,84 / 4,92
<b>Справедливая цена акции на конец года, долл.</b>	<b>3,67</b>
Потенциал роста (об.), %	63,5
Количество акций, млн шт.	5 993
Рыночная капитализация, млн долл.	13 446
EV, млн долл.	14 803
Средний дневной оборот (за полгода), млн долл.	3,7

### Финансовые показатели и коэффициенты (US GAAP)

	2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)
Выручка, млн долл.	8 351	11 214	15 059	17 084
ЕБИТДА, млн долл.	2 322	3 185	4 187	4 795
Чистая прибыль, млн долл.	1 255	1 752	2 373	2 702
Рентабельность по ЕБИТДА, %	27,8	28,4	27,8	28,1
Рентабельность по чистой прибыли, %	15,0	15,6	15,8	15,8
EV / S	1,77	1,32	0,98	0,87
EV / ЕБИТДА	6,37	4,65	3,54	3,09
P / €	10,71	7,68	5,67	4,98



## Финансовая модель и оценка НЛМК, млн долл.

	2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)		2010	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)			
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						<b>WACC</b>								
Выручка	8 351	11 214	15 059	17 084	19 813	Безрисковая ставка, %			6,4	5,8	6,7			
Операционные расходы (без амортизации)	(6 029)	(8 029)	(10 872)	(12 289)	(14 206)	Налог на прибыль, %			24,2	24,2	24,2			
<b>EBITDA</b>	<b>2 322</b>	<b>3 185</b>	<b>4 187</b>	<b>4 795</b>	<b>5 607</b>	<b>Стоимость акционерного капитала (ао), %</b>			<b>13,1</b>	<b>12,8</b>	<b>13,9</b>			
Амортизация	(469)	(519)	(582)	(667)	(763)	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0			
<b>EBIT</b>	<b>1 853</b>	<b>2 665</b>	<b>3 606</b>	<b>4 128</b>	<b>4 844</b>	Beta leveraged			1,1	1,2	1,2			
Разовые статьи	(59)	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			1,0	1,0	1,0			
Процентные расходы	(16)	(136)	(181)	(230)	(277)	<b>Стоимость долга, %</b>			<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>			
Неоперационные доходы/расходы	(163)	(218)	(293)	(333)	(386)	Специфический риск компании, %			1,4	1,4	1,4			
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>1 615</b>	<b>2 311</b>	<b>3 131</b>	<b>3 565</b>	<b>4 181</b>	<b>WACC, %</b>			<b>13,1</b>	<b>12,8</b>	<b>13,9</b>			
Налог на прибыль	(391)	(560)	(758)	(863)	(1 012)	<b>Свободный денежный поток</b>								
Доля меньшинства	31	0	0	0	0	<b>НОРАТ</b>	<b>1 224</b>	<b>1 752</b>	<b>2 373</b>	<b>2 702</b>	<b>3 169</b>			
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 255</b>	<b>1 752</b>	<b>2 373</b>	<b>2 702</b>	<b>3 169</b>	Амортизация	469	519	582	667	763			
<b>Баланс</b>						Капитальные затраты	(1 463)	(1 814)	(2 436)	(2 764)	(3 206)			
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>9 794</b>	<b>11 089</b>	<b>12 944</b>	<b>15 041</b>	<b>17 484</b>	Изменение чистого оборотного капитала	(690)	(904)	(617)	(484)	(520)			
Основные средства и нематериальные активы	8 382	9 678	11 533	13 630	16 073	<b>Свободный денежный поток</b>	<b>(460)</b>	<b>(448)</b>	<b>(99)</b>	<b>120</b>	<b>206</b>			
Прочие долгосрочные активы	1 411	1 411	1 411	1 411	1 411	Ставка дисконтирования, %			13,1	12,8	13,9			
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>4 105</b>	<b>5 115</b>	<b>6 112</b>	<b>6 962</b>	<b>7 764</b>	Коэффициент дисконтирования			0,90	0,81	0,73			
Оборотные активы	2 935	3 944	4 685	5 191	5 811	<b>Дисконтированный свободный денежный</b>			<b>(89)</b>	<b>98</b>	<b>150</b>			
Краткосрочные инвестиции	423	423	423	423	423	<b>Оценка стоимости обыкновенных акций</b>								
Денежные средства	748	748	1 004	1 349	1 530	Ставка роста в постпрогнозный период, %			3,0					
<b>Итого активы</b>	<b>13 899</b>	<b>16 204</b>	<b>19 056</b>	<b>22 004</b>	<b>25 247</b>	Сумма дисконтированного денежного потока			4 167					
<b>Средства акционеров</b>	<b>9 028</b>	<b>10 342</b>	<b>12 121</b>	<b>14 148</b>	<b>16 524</b>	Дисконтированная продленная стоимость (+)			21 163					
Акционерный капитал	9 149	10 462	12 242	14 269	16 645	<b>Стоимость бизнеса компании</b>			<b>25 330</b>					
Доля меньшинства	-121	-121	-121	-121	-121	Стоимость чистого долга (-)			3 557					
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 693</b>	<b>4 104</b>	<b>5 053</b>	<b>5 953</b>	<b>6 720</b>	Доля миноритарных акционеров (-)			(217)					
Долгосрочные займы	2 099	3 510	4 459	5 358	6 126	Стоимость финансовых вложений (+)			0					
Прочие долгосрочные обязательства	595	595	595	595	595	<b>Стоимость акционерного капитала</b>			<b>21 989</b>					
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>1 652</b>	<b>1 757</b>	<b>1 881</b>	<b>1 903</b>	<b>2 002</b>	Фундаментальная стоимость ао, долл.			<b>3,67</b>					
Краткосрочные займы	526	526	526	526	526	<b>Чувствительность оценки, %</b>								
Оборотные обязательства	1 126	1 232	1 356	1 377	1 477	<b>TGR</b>	<b>WACC</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>тек.</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>13 373</b>	<b>16 203</b>	<b>19 056</b>	<b>22 003</b>	<b>25 247</b>	1,0	+48%	+20%	-2%	-19%	-33%	-45%	-54%	
<b>Движение денежных средств</b>						2,0	+71%	+36%	+10%	-11%	-27%	-39%	-50%	
<b>Основная деятельность</b>	<b>1 400</b>	<b>1 367</b>	<b>2 338</b>	<b>2 884</b>	<b>3 412</b>	3,0	+100%	+56%	+24%	+0%	-19%	-33%	-45%	
Чистая прибыль	1 224	1 752	2 373	2 702	3 169	4,0	+142%	+83%	+43%	+13%	-9%	-26%	-39%	
Амортизация	469	519	582	667	763	5,0	+205%	+122%	+68%	+31%	+4%	-17%	-32%	
Изменение оборотного капитала	(595)	(904)	(617)	(484)	(520)	<b>Рыночные мультипликаторы, 1x</b>								
Прочее	301	0	0	0	0	EV / Sales	1,8	1,3	1,0	0,9	0,7			
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(1 847)</b>	<b>(1 814)</b>	<b>(2 436)</b>	<b>(2 764)</b>	<b>(3 206)</b>	EV / EBITDA	6,4	4,6	3,5	3,1	2,6			
Приобретение внеоборотных активов	(1 463)	(1 814)	(2 436)	(2 764)	(3 206)	EV / EBIT	8,0	5,6	4,1	3,6	3,1			
Приобретение/продажа дочерних компаний	(411)	0	0	0	0	P / E	10,7	7,7	5,7	5,0	4,2			
Прочее	26	0	0	0	0	P / BV	1,5	1,3	1,1	1,0	0,8			
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(79)</b>	<b>448</b>	<b>355</b>	<b>224</b>	<b>(25)</b>	EV / FCF	отр.	отр.	отр.	123,1	71,9			
Изменение долга	85	886	949	900	767									
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	(165)	(438)	(593)	(675)	(792)									
Прочее	0	0	0	0	0									
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(499)</b>	<b>0</b>	<b>256</b>	<b>344</b>	<b>181</b>									
<b>Коэффициенты</b>														
Рентабельность EBITDA, %	27,8	28,4	27,8	28,1	28,3									
Рентабельность чистой прибыли, %	15,0	15,6	15,8	15,8	16,0									
EBITDA / процентные расходы, 1x	146,4	23,5	23,1	20,8	20,2									
Инвестиции / выручка, %	17,5	16,2	16,2	16,2	16,2									
ROE, %	13,6	16,9	19,6	19,1	19,2									
ROIC, %	13,4	15,3	17,4	17,1	17,3									
Долг/EBITDA	1,1	1,3	1,2	1,2	1,2									
Чистый долг/EBITDA	0,6	0,9	0,8	0,9	0,8									
Долг/собственный капитал	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4									

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2011 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент операций на рынке акций

---

Александр Антипов  
Руководитель департамента  
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов  
Сейлз-трейдер  
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко  
Международные продажи  
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

## Управление по работе с VIP клиентами

---

Юрий Павлов  
Директор (VIP клиенты)  
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин  
Корпоративные клиенты  
SVetoshkin@veles-capital.ru

## Управление анализа рынка акций

---

Илья Федотов  
Начальник управления, телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия  
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ  
VTanurkov@veles-capital.ru

Анна Дианова  
Электроэнергетика  
ADianova@veles-capital.ru

## Управление доверительных операций

---

Бейшен Исаев  
начальник управления  
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский  
инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед  
работа с инвесторами  
VLabed@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua