

Норильский никель

Без оптимизма

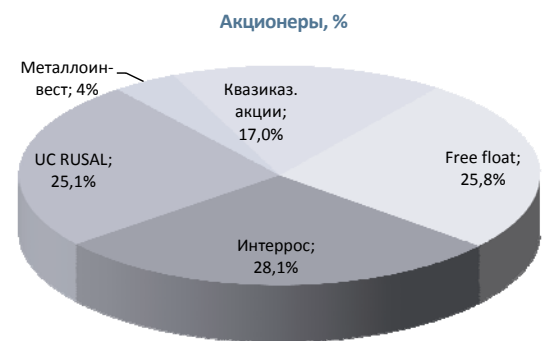
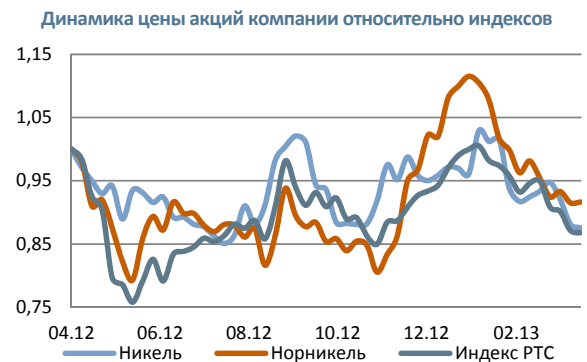
Ключевые моменты

- Мы обновили оценку справедливой стоимости акций Норильского никеля с учетом результатов 2012 г. и ожиданий на текущий год. Наша оценка с использованием метода дисконтированных денежных потоков (DCF) предполагает **целевую цену обыкновенных акций компании 140 долл.** (предыдущая — 154 долл.) и подразумевает рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».
- Норильский никель опубликовал финансовые результаты по итогам 2012 г. Выручка компании снизилась на 15% до 12 млрд долл. Основной вклад в ухудшение результата внесло падение выручки от продаж никеля — снижение составило 22% г/г, при том, что физический объем реализации практически не изменился (+1% г/г). Позитивным моментом стало то, что компания продавала никель со средней премией к цене LME на 200 долл. В отчетном году более половины выручки компании (55%) было получено от реализации европейским клиентам. Мы полагаем, что продолжающееся падение промышленного производства в Европе будет негативно влиять на цены реализации Норникеля. По нашим прогнозам, **выручка компании в 2013 г. снизится как минимум на 6% до 11,3 млрд долл.**
- ЕБИТДА Норникеля сократилась на 32% до 4,9 млрд долл. (мы ожидали 4,39 млрд), в то время как рентабельность снизилась на 10 п.п. до 41%. Мы полагаем, что в текущем году компания не сможет увеличить рентабельность операционной деятельности: с начала года фьючерсные цены на никель снизились на 10%, а на медь — на 12%. К тому же, по данным WBMS, в январе-марте 2013 г. потребление меди в мире снизилось на 4,1%. Мы ожидаем, что **средняя цена реализации никеля в текущем году составит 16,7 тыс. долл. за т, а меди — 7,5 тыс. долл.,** при этом **ЕБИТДА компании в текущем году сократится на 8% до 4,26 млрд долл.**
- Чистая прибыль снизилась на 41% по сравнению с прошлым годом до 2,1 млрд долл. (мы прогнозировали 2,24 млрд долл.) Без учета неденежных статей чистая прибыль Норникеля составила 3,1 млрд долл. Основная часть неденежных убытков связана со списанием убытков по непрофильным активам в размере 976 млрд долл., в первую очередь в связи со снижением котировок Интер РАО ЕЭС на 28% в 2012 г.

Цель: 140 долл. (-8,5%), ДЕРЖАТЬ

Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru
Тел. +7 (495) 258 1988

Основные показатели



Информация о компании

Код RTS	GMKN
Цена обыкн. акции, долл.	152,9
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	140 / 202
Целевая цена акции (об.), долл.	140
Потенциал роста (об.), %	-8,4
Количество акций, млн шт.	190,6
Рыночная капитализация, млрд долл.	26
EV, млрд долл.	30

Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2012	2013 (П)	2014 (П)
Выручка, млн долл.	12 065	11 266	11 249
ЕБИТДА, млн долл.	4 653	4 263	5 137
Чистая прибыль, млн долл.	1 991	1 694	2 282
Рентабельность по ЕБИТДА, %	38,6	37,8	45,7
Рентабельность по чистой прибыли, %	16,5	15,0	20,3
EV / S	2,52	2,70	2,70
EV / ЕБИТДА	6,5	7,1	5,9
P / E	13,2	15,6	11,6
ROIC, %	15,4	13,4	17,7
ROE, %	14,6	12,6	15,0
EPS	10,4	8,9	12,0



- ✎ В нашем обзоре по [Норильскому никелю от 18 октября 2012 г.](#) мы указывали на то, что снижение издержек компании отстает от динамики цен на металлы. Так, если в 1 пол. 2012 г. себестоимость производства металлов снизилась на 4,3% г/г, то по итогам 2012 г. она наоборот выросла на 2% г/г, что указывает на резкий рост удельных затрат во 2 пол. 2012 г. Мы полагаем, что при сохранении слабых цен на металлы для компании будет разумным сократить выпуск продукции, чтобы снизить удельную себестоимость.
- ✎ Согласно сообщениям менеджмента Норникеля, покупка доли в Норильском никеле фондом Millhouse будет завершена 27-30 апреля. После этого доля Millhouse в компании составит 5,87%, Интерроса — 30,3%, UC Rusal — 27,8%, а Металлоинвеста — 5%. Мы полагаем, что после завершения сделки будет утверждено решение об объеме выплачиваемых дивидендов, размер которых был определен соглашением между ключевыми акционерами — 2 млрд долл. или 11,6 долл. на акцию (див. доходность — 7,6%). Мы полагаем, что **следует с осторожностью подходить к покупке акций Норникеля с целью получения дивидендов**, поскольку после закрытия реестра акционеров может произойти снижение котировок — инвесторы, купившие акции ради дивидендов, будут стараться зафиксировать прибыль по ним. По нашему мнению, 25%-ный рост котировок Норильского никеля в ноябре-декабря 2012 г. был связан именно с ожиданием выплаты крупных дивидендов.
- ✎ Соглашение акционеров также предусматривает выплату дополнительных дивидендов в размере 1 млрд долл. в 2013 г. в случае продажи непрофильных активов, основным из которых является 11% пакет акций Интер РАО ЕЭС. Мы считаем, что из-за негативной ценовой конъюнктуры на рынке акций (с начала года акции Интер РАО ЕЭС подешевели в два раза) менеджмент воздержится от продажи активов. На наш взгляд, **инвесторам не стоит ожидать выплаты дополнительного дивиденда в текущем году.**
- ✎ Компания объявила о масштабных планах по увеличению капитальных затрат до 2-2,5 млрд долл. в 2013 г. Однако мы полагаем, что **менеджмент будет вынужден пересмотреть инвестиционные затраты в сторону понижения уже в этом году** — большая часть инвестпроектов была запланирована в условиях более позитивной конъюнктуры цен на металлы. К тому же менеджмент компании обещал снизить капитальные затраты если цена никеля упадет до 15 тыс. долл. и продержится на этом уровне два месяца — на момент выхода отчета цены на никель упали до 15,7 тыс. долл. за т.



Финансовая модель и оценка Норильского никеля, млн долл.

	2012	2013 (п)	2014 (п)		2012	2013 (п)	2014 (п)				
Отчет о прибылях и убытках				WACC							
Выручка	12 065	11 266	11 249	Безрисковая ставка, %	6,5	6,8					
Операционные расходы (без амортизации)	(7 412)	(7 002)	(6 113)	Налог на прибыль, %	26,9	24,4					
EBITDA	4 653	4 263	5 137	Стоимость акционерного капитала (ао),	12,5	14,0					
Амортизация	(941)	(1 052)	(1 150)	Систематический риск рынка акций, %	5,0	5,0					
EBIT	3 712	3 211	3 986	Beta leveraged	1,2	1,4					
Разовые статьи	214	0	0	Специфический риск компании, %	0,0	0,0					
Процентные расходы	(133)	(147)	(222)	Стоимость долга, %	3,0	3,0					
Неоперационные доходы/расходы	(802)	(749)	(748)	Специфический риск компании, %	1,7	1,8					
Прибыль до налогообложения	2 991	2 316	3 017	WACC, %	8,7	9,3					
Налог на прибыль	(1 000)	(622)	(735)	Свободный денежный поток							
Доля меньшинства	0	0	0	НОРАТ	1 991	1 694	2 282				
Чистая прибыль	1 991	1 694	2 282	Амортизация	941	1 052	1 150				
Баланс				Свободный денежный поток							
Долгосрочные активы	14 160	15 871	17 319	Капитальные затраты	(2 742)	(2 500)	(2 500)				
Основные средства и нематериальные	11 927	13 638	15 086	Изменение чистого оборотного капитала	(682)	220	(102)				
Прочие долгосрочные активы	2 233	2 233	2 233	Свободный денежный поток	(492)	466	829				
Краткосрочные активы	6 814	6 992	6 938	Ставка дисконтирования, %	8,7	9,3					
Оборотные активы	5 777	5 456	5 503	Коэффициент дисконтирования	0,92	0,84					
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	Дисконтированный свободный денежный	429	698					
Денежные средства	1 037	1 537	1 435	Оценка стоимости обыкновенных акций							
Итого активы	20 974	22 863	24 257	Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0						
Средства акционеров	12 940	12 634	12 916	Сумма дисконтированного денежного	10 783						
Акционерный капитал	12 831	12 525	12 807	Дисконтированная продленная стоимость	20 122						
Доля меньшинства	109	109	109	Стоимость бизнеса компании	30 905						
Долгосрочные обязательства	4 065	6 362	7 529	Стоимость чистого долга (-)	3 986						
Долгосрочные займы	2 497	4 988	6 057	Доля миноритарных акционеров (-)	227						
Прочие долгосрочные обязательства	1 568	1 374	1 472	Стоимость финансовых вложений (+)	0						
Краткосрочные обязательства	3 969	3 867	3 813	Стоимость акционерного капитала	26 692						
Краткосрочные займы	2 526	2 526	2 526	Фундаментальная стоимость ао, долл.	140						
Оборотные обязательства	1 443	1 341	1 287	Чувствительность оценки, %							
Итого обязательства и средства акционеров	20 974	22 863	24 257	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0
Движение денежных средств				1,0	+39%	+16%	-2%	-16%	-28%	-37%	
Основная деятельность	3 434	2 966	3 329	2,0	+59%	+29%	+8%	-9%	-22%	-33%	
Чистая прибыль	1 991	1 694	2 282	3,0	+87%	+48%	+20%	+0%	-16%	-28%	
Амортизация	941	1 052	1 150	4,0	+130%	+74%	+37%	+12%	-7%	-21%	
Изменение оборотного капитала	(505)	220	(102)	5,0	+203%	+114%	+62%	+28%	+4%	-14%	
Прочее	1 007	0	0	Рыночные мультипликаторы, 1x							
Инвестиционная деятельность	(2 924)	(2 500)	(2 500)	EV / Sales	2,5	2,7	2,7				
Приобретение внеоборотных активов	(2 742)	(2 500)	(2 500)	EV / EBITDA	6,5	7,1	5,9				
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	EV / EBIT	8,2	9,5	7,6				
Прочее	(182)	0	0	P / E	13,2	15,6	11,6				
Финансовая деятельность	(1 164)	34	(931)	P / BV	2,0	2,1	2,0				
Изменение долга	(188)	2 034	1 069	EV / FCF	отр.	65,3	36,7				
Изменение акционерного капитала	0	0	0	EPS	10,4	8,9	12,0				
Выплата дивидендов	(976)	(2 000)	(2 000)								
Прочее	0	0	0								
Изменение денежных средств	(644)	500	(102)								
Коэффициенты											
Рентабельность EBITDA, %	38,6	37,8	45,7								
Рентабельность чистой прибыли, %	16,5	15,0	20,3								
EBITDA / процентные расходы, 1x	34,9	29,1	23,1								
Инвестиции / выручка, %	22,7	22,2	22,2								
ROE, %	15,4	13,4	17,7								
ROIC, %	14,6	12,6	15,0								
Долг/EBITDA	1,1	1,8	1,7								
Чистый долг/EBITDA	0,9	1,4	1,4								
Долг/собственный капитал	0,4	0,6	0,7								

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 2012 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 активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций
Александр Антипов
AAntipov@veles-capital.ru

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

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

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP - клиентами

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

Арсений Валитов
Корпоративные клиенты
AValitov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

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

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@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
