

ЩЕДРАЯ ПРЕМИЯ ЗА ДЮРАЦИЮ

Компания размещает еврооблигации

ТМК планирует привлечь «длинный» публичный валютный долг. ТМК, крупнейший в России производитель труб для нефтегазовой отрасли, 17 января начала маркетинг выпуска еврооблигаций. Заем в размере 500 млн долл. планируется разместить на семь лет. Организаторы ориентируют на доходность порядка 7,75%. Средства привлекаются для рефинансирования долга ТМК.

Премия к обязательствам Евраза чересчур высока, выпуск смотрится привлекательно. Мы полагаем, что хорошим ориентиром для определения справедливой доходности еврооблигаций ТМК может служить кривая еврооблигаций Евраза. В настоящий момент обязательства Евраза торгуются со спредом к свопам в диапазоне от 400 б.п. на коротком конце до 420 б.п. на длинном. Инвесторам следует принять во внимание значительное улучшение кредитных метрик ТМК в 2010 г. (включая заметный рост рентабельности, улучшение структуры долгового портфеля, в частности увеличение доли долгосрочного долга, а также снижение показателей долговой нагрузки). В то же время большие масштабы бизнеса Евраза и его лучшее кредитное качество (которое рейтинговые агентства отметили позитивным прогнозом по рейтингам Евраза, в отличие от стабильного по рейтингам ТМК), обуславливает необходимость премии выпуска ТМК к обязательствам Евраза. Вместе с тем мы полагаем, что данная премия не должна превышать 30–50 б.п., в то время как ориентир по доходности на уровне 7,75% подразумевает премию к обязательствам Евраза в размере 100 б.п. На наш взгляд, это весьма щедрая компенсация за разницу в кредитном качестве и дюрацию, и мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении еврооблигаций ТМК.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО ТМК
Рейтинг эмитента	В/В1/NR
Общий объем	500 млн долл.
Срок обращения	7 лет
Ориентир доходности	7,75%

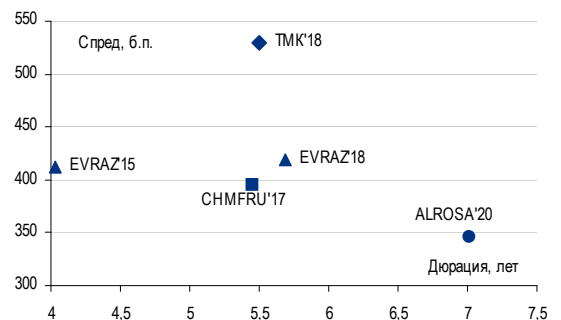
Ключевые финансовые показатели, МСФО, млн долл.

Рейтинг	ТМК		Евраз	
	В/В1/-	В/В1/-	В/В1/B+	В/В1/B+
	1 n/r 10	2010П	1 n/r 10	2010
Выручка	2 566	5 805	6 379	13 86
ЕБИТДА	397	932	1 154	2 37
Совокупный долг	3 648	3 864	7 936	7 90
Чистый долг	3 563	3 753	7 282	7 20
Кэфф ициенты				
Рент-ть ЕБИТДА, %	15,5	16,1	18,1	17,
Долг/ЕБИТДА	4,6	4,1	4,1	3,
Чистый долг/ЕБИТДА	4,5	4,0	3,8	3,

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

Премия слишком высока

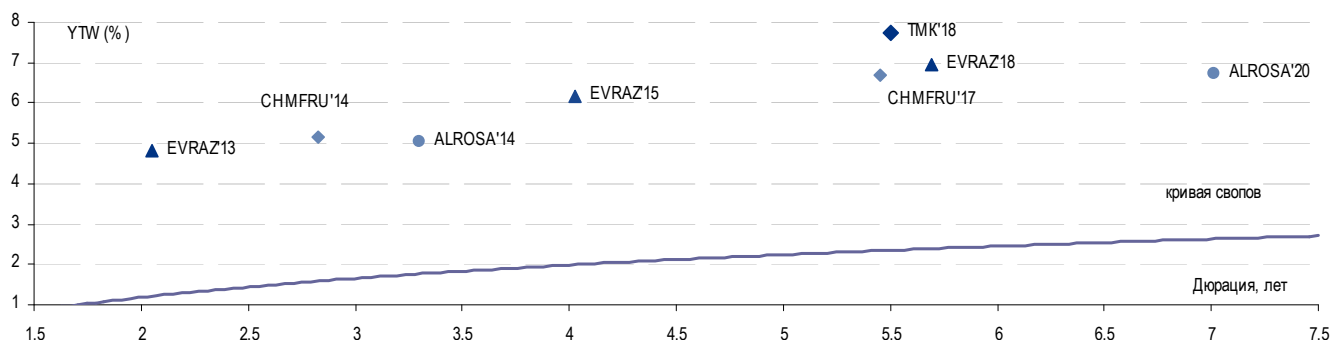
Спреды к свопам



Источники: Bloomberg

Предложение смотрится привлекательно

Диаграмма доходностей еврооблигаций *



Источники: Bloomberg

*Данные указаны по состоянию на 21 января 2011 г.

Эмитент очень хорошо известен рынку – последний раз ТМК размещала рублевые облигации в октябре прошлого года. Следует прежде всего отметить следующие достоинства кредитного профиля ТМК.

- **В I полугодии 2010 г. кредитный профиль ТМК заметно усилился** благодаря росту операционной прибыли и улучшению структуры долгового портфеля. В I полугодии 2010 г. выручка ТМК увеличилась на 73,6% относительно I полугодия 2009 г. и достигла 2,57 млрд долл. Увеличению выручки способствовал прежде всего рост объема продаж – продажи в натуральном выражении по итогам I полугодия возросли на 57% до 1,89 млн т, причем наилучшую динамику показало североамериканское подразделение, где продолжающаяся интенсивная разработка месторождений сланцевого газа способствовала увеличению объема продаж ТМК на 210,2%. Рентабельность по EBITDA по итогам I полугодия 2010 г., согласно нашим оценкам, составила внушительные 15,5% (+ 7,9 п.п. к I полугодью 2009 г.), а в абсолютном выражении EBITDA ТМК за первые шесть месяцев 2010 г. увеличилась более чем втрое относительно уровня годичной давности и на 80,4% по сравнению со II полугодием 2009 г. С учетом того, что объем долга ТМК на конец I полугодия 2010 г. остался практически без изменений, а операционная прибыль заметно возросла, долговая нагрузка компании, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA в годовом выражении существенно сократилась, составив 4,5 по сравнению с 10,5 на начало года. В качестве положительных факторов следует также отметить, что по итогам отчетного периода значение коэффициента покрытия процентных платежей впервые с 2008 г. достигло приемлемого уровня, превышающего 2.
- ◇ **Благоприятный прогноз финансовых показателей по итогам 2010 г.** Ранее компания сообщала, что увеличение объема производства в 2010 г. позволит ТМК получить выручку в размере 5,5 млрд долл., то есть увеличить ее почти на 60% по сравнению с 2009 г. Компания ожидает также по итогам года заметного повышения рентабельности по EBITDA – до 16–18% с 11% в 2009 г. Наш прогноз выручки и рентабельности по EBITDA ТМК, как мы не раз писали, составляет 5,8 млрд долл. и 16,7% соответственно, что довольно близко к прогнозам, представленным менеджментом ТМК. Предварительная оценка финансовых показателей ТМК позволяет сделать вывод о том, что наши ожидания по сокращению долговой нагрузки компании, выраженной отношением Чистый долг/EBITDA, до уровня ниже 4 обретают всё более твердую почву.

Кредитные метрики улучшаются

Ключевые финансовые показатели Группы ТМК, млн долл.

МСФО	2008	2009	I п/г 10	% изм. I пол.2010/ I пол.2009	% изм. I пол.2010/ II пол.2009	2010 П
Выручка	5 690	3 461	2 566	73,6	29	5 805
Валовая прибыль	1 438	556	586	161,6	76	
EBITDA	828	333	397	251,1	80	932
				% изм. I пол 2010/ 2009		
Совокупный долг	3 211	3 752	3 648	(2,8)		3 864
Краткосрочный долг	2 217	1 537	832	(45,9)		696
Денежные средства	143	243	85	(65,0)		
Чистый долг	3 068	3 509	3 563	1,5		3 753
Собственный капитал	1 910	1 519	1 530	0,7		
Операционный ден. поток	740	852	197			
Капитальные затраты	840	395	165			
Коэффициенты						
Валовая рентабельность, %	25,3	16,1	22,8			
Рентабельность EBITDA, %	14,6	9,6	15,5			16,1
EBITDA/Процентные расходы	3,0	0,7	2,0			
Долг/EBITDA*	3,9	11,3	4,6			4,1
Чистый долг/EBITDA*	3,7	10,5	4,5			4,0
Чистый долг/Собств. капитал	1,6	2,3	2,3			
Доля краткосрочного долга, %	69,0	41,0	22,8			18,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

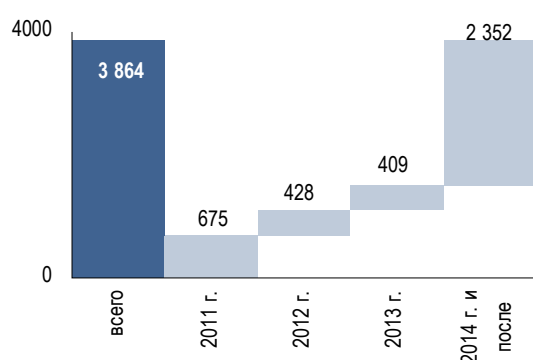
*EBITDA в годовом выражении

- **Ориентация на внутренний рынок, восстанавливающийся высокими темпами.** По итогам I полугодия 2010 г. на долю внутреннего рынка пришлось 60% продаж ММК. В то же время удельный вес продаж на внутреннем рынке в EBITDA группы оказался еще более значительным – 68,8%. Доля ТМК на российском рынке, по оценкам компании, составила 27%. Заметный вклад в повышение внутренних продаж ТМК вносит увеличение объемов бурения в России, в частности инвестпроекты, реализуемые Газпромом и Транснефтью (на долю этих компаний пришлось около 80% продаж труб большого диаметра).

- **Невысокие риски рефинансирования.** К концу 2010 г. ликвидная позиция ТМК заметно усилилась: компания снизила долю краткосрочных заимствований до 18% с 41% на начало года. График погашения долга также выглядит довольно сбалансированным. Кроме того, важно отметить, что к концу 2010 г. ТМК снизила объем обеспеченной задолженности до 36%, что добавляет уверенности держателям необеспеченного долга компании, к которым можно отнести инвесторов в облигации.

Долговой портфель сбалансирован по срокам погашения

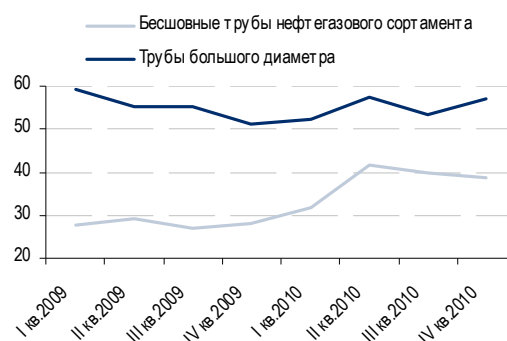
График погашения долга ТМК (млн долл.)



Источники: ТМК

Рыночная конъюнктура восстанавливается

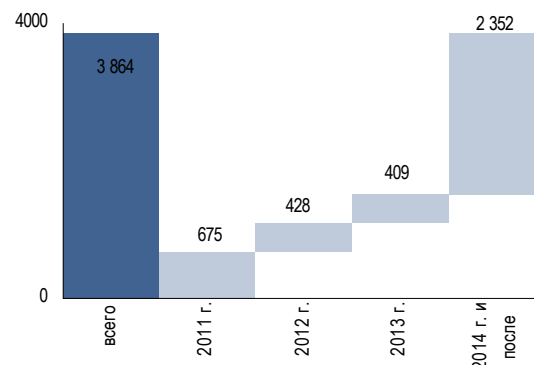
Динамика внутренних цен на трубную продукцию (тыс. руб./т)



Источники: Росстат

В структуре долга преобладают банковские кредиты

Структура и сроки погашения задолженности ТМК (млн долл.)



Источники: ТМК

- **Высокие темпы роста производства на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры.** В 2010 г. компания увеличила совокупный объем производства трубной продукции на 42% до 3,97 млн т. При этом производство сварных труб увеличилось на 61%, а их доля в совокупной отгрузке продукции в 2010 г. возросла до 46% с 40% годом ранее, чему во многом способствовало повышение спроса на трубы большого диаметра. Среди позитивных факторов следует также отметить рост объема производства североамериканского подразделения ТМК IPSCO, которое в 2010 г. более чем удвоилось, достигнув 862 тыс. т, что соответствует докризисному уровню. При этом загрузка мощностей компании в США увеличилась до 80%.

Отличные операционные результаты 2010 г.

Производственные результаты ТМК, тыс. т

	2009	2010	Изм. за год, %
Бесшовные трубы	1 670	2 160	29,3
в т.ч. трубы нефтегазового сортамента	1 046	1 444	38,0
Сварные трубы	1 121	1 809	61,4
в т.ч. трубы большого диаметра	309	671	117,2
Совокупное производство труб	2 792	3 969	42,2
Россия+ЕС	2 434	3 114	27,9
ТМК IPSCO	358	855	138,8

Источники: ТМК, оценка УРАЛСИБа

Среди рисков вложения в долговые обязательства ТМК мы отмечаем следующие:

- Принадлежность компании к циклической отрасли, сильно пострадавшей в результате кризиса. Однако в настоящий момент трубная отрасль демонстрирует высокие темпы восстановления, чему способствует позитивная динамика цен на углеводороды.
- Незначительная географическая диверсификация деятельности (более 60% EBITDA приходится на внутренний рынок). В то же время именно в России наблюдаются высокие темпы восстановления рыночной конъюнктуры.
- Все еще высокая долговая нагрузка. Вместе с тем сильная ликвидная позиция и возможность привлекать кредиты в госбанках смягчает этот риск
- Недостаточно высокий по сравнению с другими публичными компаниями металлургического сектора уровень финансовой прозрачности. Однако уже в 2011 г. компания планирует начать публикацию финансовой отчетности на ежеквартальной основе.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011