

## Специальный комментарий

## ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании

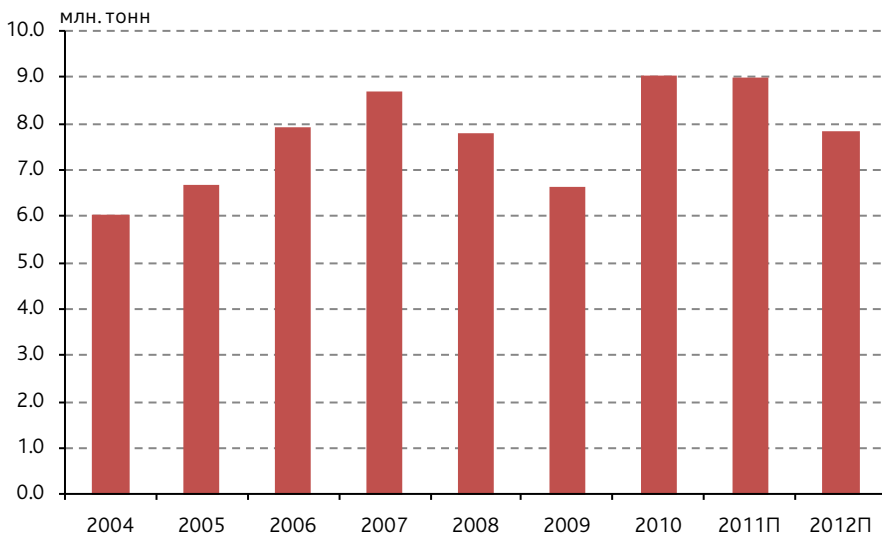
- ❶ Последние события на рынке труб большого диаметра (ТБД), а именно резкое «сужение» российского рынка в 3К 2011 г., заставили в очередной раз убедиться, что трубная отрасль не только перенимает риски всей металлургической отрасли, но и имеет специфические риски, учет которых серьезно влияет на восприятие кредитного качества эмитентов облигаций.
- ❷ На рынке облигаций из трубной отрасли присутствуют только ТМК и ЧТПЗ, непосредственное сравнение кредитного качества которых не очень репрезентативно.
- ❸ К сильным чертам кредитного профиля ЧТПЗ мы относим хорошие позиции на российском рынке труб, наличие свободных мощностей по производству ТБД и доступность кредитных средств от госбанков.
- ❹ Наиболее слабыми местами ЧТПЗ мы считаем его крайне высокую долговую нагрузку, значительную долю краткосрочного долга и слишком весомую долю продаж труб крупным потребителям. Столь высокие кредитные риски заставляют нас рекомендовать предъявить бумаги ЧТПЗ к ближайшей оферте.
- ❺ Кредитное качество ТМК мы оцениваем как сравнительно крепкое, поддерживаемое лидирующими позициями на высокомаржинальном рынке бесшовных труб нефтегазового сортамента, удачной географической диверсификацией производства и комфортной временной структурой долга.
- ❻ Омрачает общее впечатление от ТМК высокая, по меркам циклических компаний, долговая нагрузка и слабые перспективы снижения совокупного долга на горизонте полтора-два года.
- ❼ В более спокойной рыночной обстановке, нежели сейчас, справедливый спред еврооблигаций **ТМК 18** к кривой Евразы мы оцениваем в 80–90 бп, однако в нынешней ситуации спред в 120 бп не выглядит как однозначный сигнал к покупке долга ТМК.
- ❽ Мы думаем, что цикличность индустрии, уровень кредитных рейтингов и высокая дюрация **ТМК 18** не дают поводов для покупки до практически полного прекращения волатильности на рынках. Очевидно, что 4К 2011 г. – 1К 2012 г. предпосылок для этого не создадут.

Дмитрий Турмышев  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

## ТРУБНАЯ ОТРАСЛЬ

У российской трубной отрасли много общих черт с российской сталелитейной отраслью: производство труб имеет явно выраженную цикличность. В частности, согласно данным Росстата, за последние 5 лет объем производства труб различного сортамента увеличился приблизительно на 15–20% (с 7.9 млн. тонн в 2006 г. до порядка 9 млн. тонн в 2010 г.). Причем в кризисных 2008 г. и 2009 г. падение совокупного производства составило соответственно около 11% и 15%, за которым последовал короткий период восстановления – производство в 2010 г. увеличилось более чем на 30%. В текущем году, согласно прогнозам НП «Российская сталь», объем производства труб в России практически не изменится относительно прошлого года и составит около 9 млн. тонн.

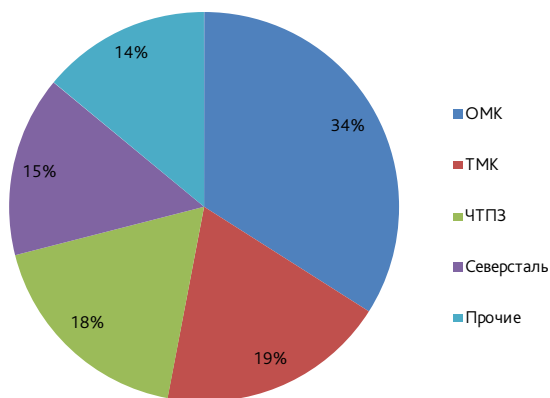
ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА СТАЛЬНЫХ ТРУБ В РОССИИ



Источник: Росстат, НП «Российская сталь»

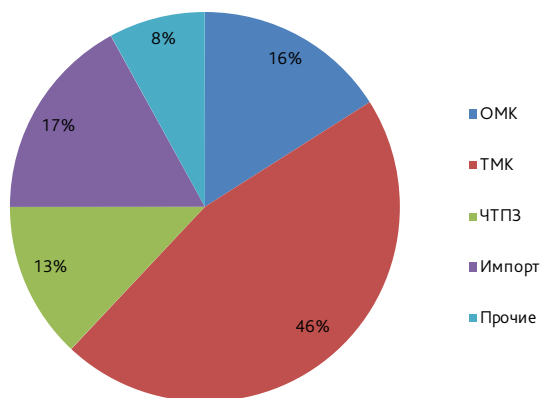
Тем временем трубопромышленная отрасль отличается от сталелитейной гораздо меньшим количеством крупных игроков на этом рынке: формально по разным видам труб на долю основных четырех производителей (ОМК, ТМК, ЧТПЗ и Ижорский трубопрокатный завод, принадлежащий Северстали) приходится от 70% до 85% рынка. Причем позиции игроков на разных рынках кардинально отличаются: ОМК традиционно более сильна на рынке труб большого диаметра (ТБД), ТМК – на рынке труб для нефтегазовой отрасли (ОСТГ) и труб промышленного назначения.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА РЫНКА ТРУБ БОЛЬШОГО ДИАМЕТРА В 2010



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ТРУБ ОСТГ В 2010

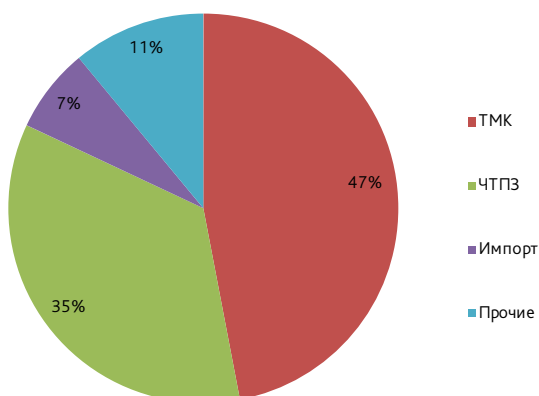


Источник: данные компании, НБ «Траст»

Серьезную конкуренцию на внутреннем рынке, а он традиционно является для российских компаний основным, составляет импортная продукция в особенности из Украины и Китая. На данный момент протекционистские меры по поддержанию

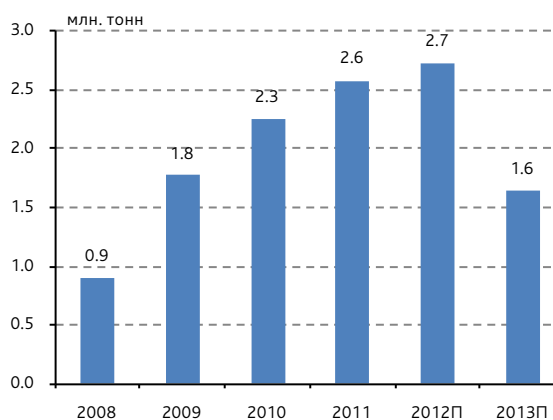
российских производителей труб существенно ограничивают приток импортных труб на внутренний рынок: по некоторым сортам труб установлены квоты, по другим – ввозные пошлины в размере около 20%.

ДИАГРАММА 4. СТРУКТУРА РЫНКА БЕСШОВНЫХ ТРУБ ПРОМЫШЛЕННОГО НАЗНАЧЕНИЯ В 2010



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. ПОТРЕБЛЕНИЕ ТБД В РОССИИ



Источник: Ведомости, Газпром, НБ «Траст»

Характерной особенностью российских производителей труб является их сравнительно высокая зависимость от заказов государственных монополий и крупных нефтяных компаний. В особенности это касается рынка ТБД, так как эти трубы преимущественно используются в строительстве магистральных трубопроводов Газпрома и Транснефти. В частности, по оценкам Минэнерго, в 2011–2013 гг. на две эти компании должно приходиться более 90% совокупного объема потребления ТБД или около 6.3 млн. тонн за весь этот период. Резкое снижение спроса в 2013 г. связано с окончанием основных существующих проектов магистральных трубопроводов, вполне вероятно, что объемы строительства на этот период будут еще неоднократно пересматриваться.

Отличной демонстрацией высокой зависимости производителей труб от внутреннего спроса стало состояние российского рынка ТБД в ЗК 2011 г.: Газпром и Транснефть завершили основные этапы строительства своих крупных проектов и перенесли плановые закупки ТБД на 4К. В результате спрос на этот вид труб сократился более чем на 30% (для ТМК эта цифра составила около 32%), что должно было неизбежно сказаться на операционных показателях всех без исключения трубных компаний.

Важным шагом для трубных компаний стало заключение с Газпромом договора о формуле закупочной цены на трубы большого диаметра, которая должна будет включать в себя цены на основные виды сырья трубных компаний (в частности, на коксующийся уголь, железную руду, лом), инфляцию и еще ряд других показателей. Цена будет пересматриваться раз в 6 месяцев; в теории подобный подход должен помочь производителям труб в прогнозировании производства и, как следствие, способствовать стабилизации их финансового состояния.

## ЧТПЗ

### ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

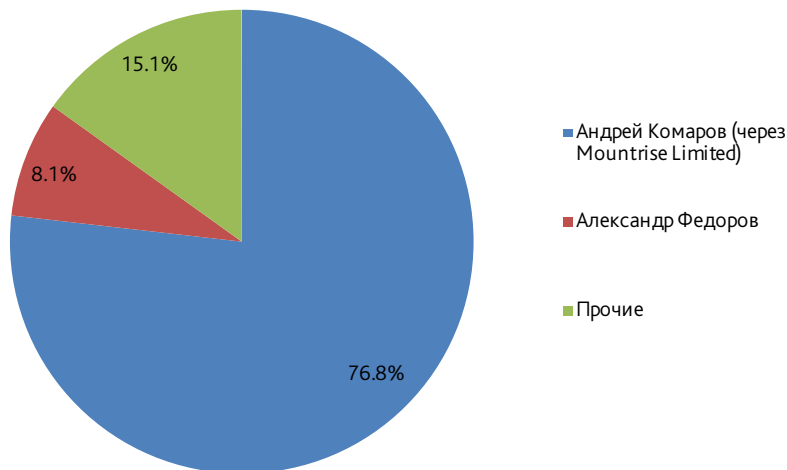
Группа ЧТПЗ – один из двух присутствующих на публичном долговом рынке эмитентов трубной отрасли. В 2010 г. компания произвела около 1.5 млн. тонн труб различных сортов. ЧТПЗ традиционно занимает сильные позиции на внутреннем российском рынке бесшовных труб, а также играет значительную роль на рынках труб большого диаметра (ТБД) и труб нефтепромыслового сортамента (ОСТГ). В состав Группы ЧТПЗ входят две основные производственные площадки – ЧТПЗ и ПНТЗ, а также ломозаготовительное (ЧТПЗ-Мета) и нефтесервисное подразделения.

Конечным бенефициаром ЧТПЗ является Андрей Комаров, который через кипрскую Mountrise Limited владеет около 76% от акционерного капитала компании (данные на конец 1П 2011 г.). Второй крупный акционер – генеральный директор ЧТПЗ Александр Федоров, которому принадлежит около 8% компании (данные на конец 2010 г.). Остальные 16% находятся в свободном обращении.

Группа ЧТПЗ неоднократно пыталась выйти на IPO, однако после нескольких неудачных попыток размещения, по всей видимости, бенефициары отказались от этой идеи. Наиболее вероятным развитием событий в среднесрочной перспективе может

стать продажа акционерами блокирующего пакета компании стратегическому западному инвестору (в частности, в качестве такого инвестора обсуждался французский Vallourec). По данным деловых СМИ, основные бенефициары скупали в последние месяцы акции ЧТПЗ с рынка и консолидировали в своих руках уже около 95% всех акций, поэтому вполне вероятен сценарий, при котором компания перестанет быть публичной.

ДИАГРАММА 6. АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ ЧТПЗ



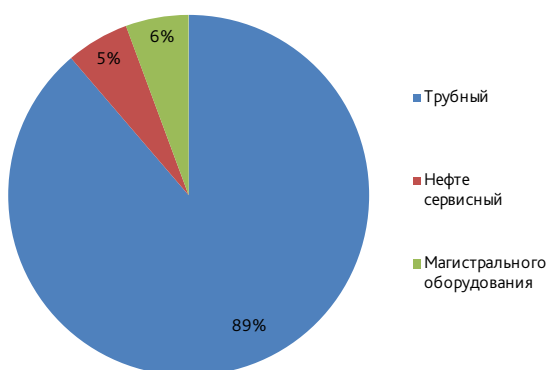
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Мы считаем такой поворот событий неблагоприятным для кредитного качества компании. Вероятность привлечения стратегического инвестора в нынешней сложной ситуации на рынках, на наш взгляд, не слишком высока, а уязвимое финансовое положение ЧТПЗ, очевидно, станет дополнительной преградой для привлечения в капитал «стратега».

## ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

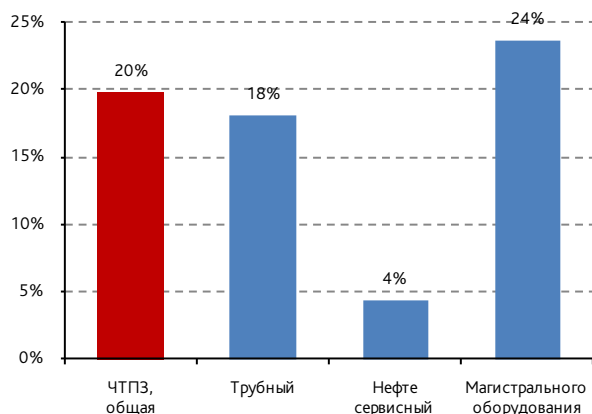
Производственные мощности Группы ЧТПЗ подразделяются на три сегмента: трубный дивизион (площадки ЧТПЗ и ПНТЗ), нефтесервисный сегмент (представлен компаниями Римера, Алнас и Ижнефтемаш) и сегмент магистрального оборудования (компании СОТ и чешское предприятие MSA).

ДИАГРАММА 7. ВЫРУЧКА ЧТПЗ ПО СЕГМЕНТАМ В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA ЧТПЗ В 1П 2011, ВКЛЮЧАЯ СЕГМЕНТЫ

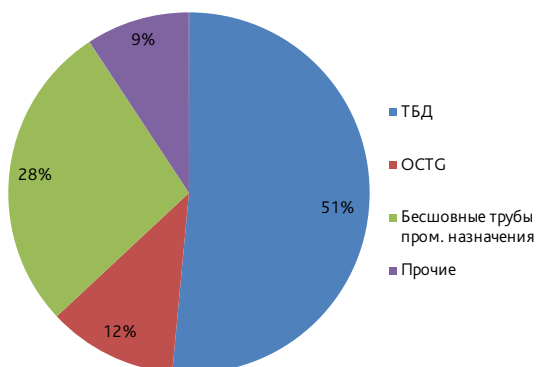


Источник: данные компании, НБ «Траст»

С операционной точки зрения наиболее значимым для всей Группы является трубное направление, представленное двумя производственными площадками в Челябинске и Первоуральске (в этот же дивизион входят торговая «дочка» и ломозаготовительное предприятие ЧТПЗ-МЕТА). Рентабельность по EBITDA основного направления бизнеса

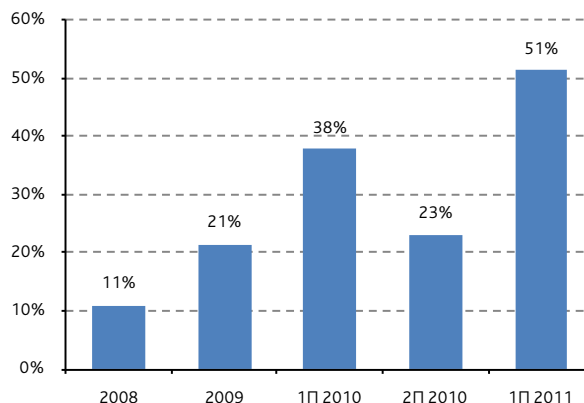
находится на уровне 20% в течение 2010–2011 гг., что и определяет консолидированный показатель всей Группы.

ДИАГРАММА 9. СТРУКТУРА ПРОДАЖ ТРУБ ЧТПЗ В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. ДОЛЯ ТРЕХ КРУПНЕЙШИХ ПОКУПАТЕЛЕЙ ТРУБ В СОВОКУПНОЙ ВЫРУЧКЕ ЧТПЗ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Традиционно сильными направлениями трубного производства ЧТПЗ были бесшовные трубы промышленного назначения, на рынке которых компания занимает более трети российского рынка (см. диаграмму 4). В 2010 г. ЧТПЗ ввела в эксплуатацию цех по производству ТБД («Высота 239»), что позволило компании резко нарастить объемы производства и продаж этого вида труб. По всей видимости, компании удалось несколько увеличить и долю на российском рынке ТБД в 1П 2011 г., однако уже в 3К ситуация резко изменилась.

В сентябре и октябре появлялись сведения, что из-за резкого падения спроса на ТБД со стороны крупных российских заказчиков ЧТПЗ была вынуждена на месяц останавливать производство в цехах ТБД. Подобная картина лишней раз подтверждает высокую подверженность ЧТПЗ скачкам спроса со стороны крупных заказчиков: в частности, в 1П 2011 г. доля трех крупнейших покупателей труб в выручке ЧТПЗ превысила 50%. На наш взгляд, на эти данные оказало значительное влияние увеличение продаж ТБД, а более релевантным уровнем этого показателя для ЧТПЗ является значение в 30–35%, что также подтверждает не слишком хорошую гибкость компании в отношении каналов продаж.

В целом, на наш взгляд, операционный профиль ЧТПЗ не оказывает давления на общую оценку кредитного качества:

- компания имеет крепкие позиции на российском рынке в сегменте бесшовных труб промышленного назначения;
- существующие мощности позволяют быстро нарастить производство ТБД;
- большая часть (почти 95%) произведенной продукции реализуется на внутреннем рынке, что ослабляет валютные риски компании, так как практически все издержки ЧТПЗ номинированы в рублях;
- концентрация на внутреннем рынке имеет и обратную сторону: конкурентная борьба за основных потребителей в России крайне высока, что делает операционные показатели ЧТПЗ уязвимыми перед скачками спроса со стороны крупных потребителей.

## ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ И КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Благодаря росту продаж высокомаржинальных труб большого диаметра в последнем отчетном периоде ЧТПЗ удалось продемонстрировать формально хорошие результаты, но только в отчете о прибылях и убытках. Значительные же проблемы компании просматриваются в первую очередь в динамике ее денежных потоков и в балансовых показателях.

В течение последних полутора лет ЧТПЗ стабильно генерирует отрицательный чистый денежный поток, финансируя инвестиционную программу исключительно за счет новых заимствований.

ТАБЛИЦА 1. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЧТПЗ

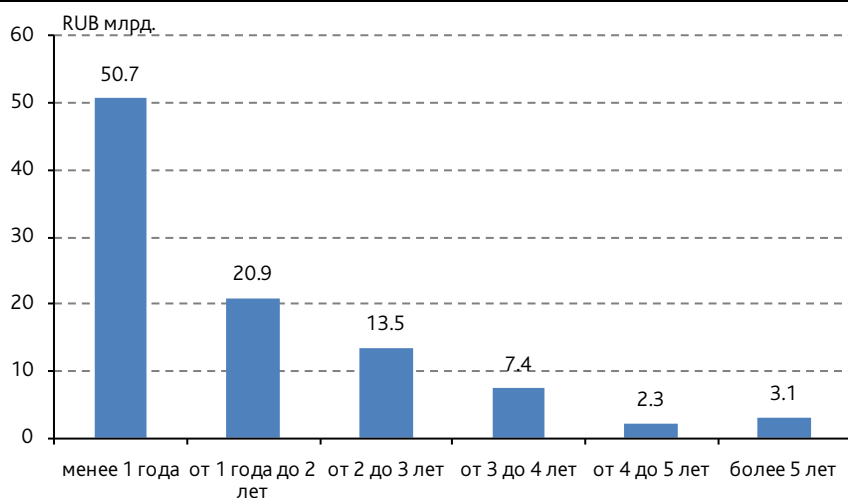
МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 2011
Выручка	75.6	56.1	85.4	63.1
ЕБИТДА	7.4	8.4	16.9	12.2
Чистая прибыль	-9.2	-4.4	4.7	4.2
Чистый операц. денежный поток	-0.2	12.2	-9.9	-4.3
Капвложения и М&А	14.2	11.4	18.8	9.7
Свободный денежный поток	-12.6	0.9	-21.2	-10.8
Совокупный долг, в т.ч.	55.2	64.4	85.8	98.2
<i>краткосрочный долг</i>	<i>52.8</i>	<i>44.7</i>	<i>46.5</i>	<i>50.7</i>
Денежные средства и эквиваленты	1.5	3.6	3.6	2.7
Активы	78	89	113	133
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin	9.8%	15.0%	19.8%	19.3%
ЕБИТДА/проценты	1.6	0.9	1.9	2.4
Долг/ЕБИТДА*	7.4	7.7	5.1	4.6
Чистый долг/ЕБИТДА*	7.2	7.2	4.9	4.4
Долг/Собственный капитал	7.8	29.5	18.2	11.0

\* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

За последние полтора года ЧТПЗ динамично наращивала совокупный долг, увеличив его с RUB64 млрд. в конце 2009 г. до почти RUB100 млрд. по итогам 1П 2011 г. Характерной особенностью кредитного портфеля ЧТПЗ является крайне высокая доля краткосрочных займов в совокупном объеме долга: с момента кризиса 2008–2009 гг. этот показатель не был ниже отметки 50%, что для компании циклической отрасли можно считать крайне рискованной стратегией.

ДИАГРАММА 11. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА ЧТПЗ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Формально обслуживание долгов для ЧТПЗ возможно исключительно благодаря поддержке государственных и квазигосударственных банков. В частности, в августе компания сообщила об открытии новой кредитной линии в Банке Москвы лимитом в RUB19.5 млрд. Но даже с учетом столь значительного объема доступных кредитных средств ЧТПЗ постоянно требуется рефинансирование краткосрочного долга. По нашим оценкам, на конец 3К 2011 г. компании были доступны средства в размере не более RUB30–35 млрд., тогда как потребности в рефинансировании на ближайший год превышают RUB50 млрд. Кроме того, ЧТПЗ сообщала, что в 1П 2011 г. по части кредитов (около RUB11.5 млрд.) были нарушены финансовые условия, что спровоцировало их реклассификацию в краткосрочный долг. Учитывая тот факт, что результаты 2П 2011 г., скорее всего, окажутся существенно хуже, чем за 1П 2011 г., очередное нарушение ковенантов выглядит вполне реальной перспективой для компании. На наш взгляд, это значительно увеличивает краткосрочные риски рефинансирования ЧТПЗ.

Доля публичного долга в кредитном портфеле ЧТПЗ составляет около 8% (RUB7.6 млрд. по двум выпускам рублевых облигаций). Доминирование крупных банков среди кредиторов ставит облигационеров ЧТПЗ в невыгодное положение в

особенности держателей выпуска **ЧТПЗ-З**, оферта по которому наступает только в декабре 2012 г. Кроме того, в последней отчетности ЧТПЗ явно указала, что большая часть акций дочерних компаний и самой ЧТПЗ находится в залоге у банков-кредиторов. Поэтому в стресс-сценарии именно банки получают оперативное управление в компании, решая проблемы в свою пользу, а не в пользу публичных кредиторов.

Оценивая финансовые показатели ЧТПЗ, мы приходим к выводу, что кредитные риски компании крайне высоки. При долговой нагрузке около 4.4x по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА» и значительной зависимости операционных показателей от волатильного спроса на трубную продукцию мы твердо рекомендуем держателям биржевых облигаций ЧТПЗ предъявить их к ближайшей оферте. Держателям обыкновенных облигаций в кризисной ситуации остается надеяться только на ЦБ, который принимает эту бумагу в РЕПО, правда, с дисконтом 50%.

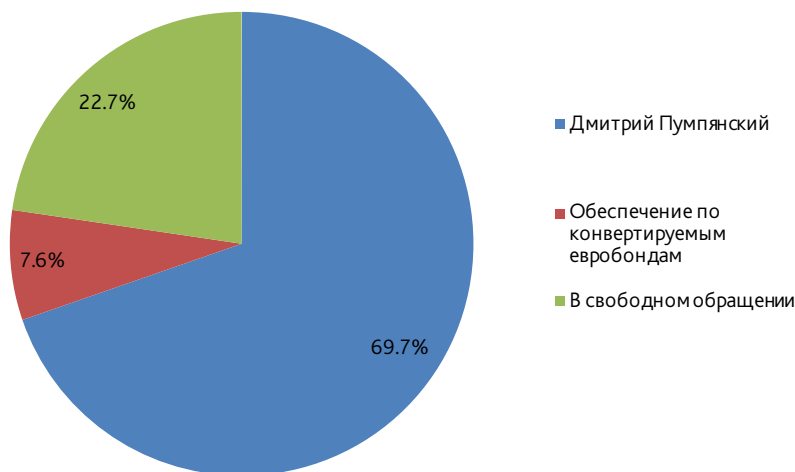
## ТМК

### ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ТМК – один из крупнейших производителей труб в России, производственные мощности которого расположены как внутри страны, так и в США, Казахстане, Румынии. В 2010 г. ТМК совокупно произвела около 3.9 млн. тонн труб, из которых чуть менее 3 млн. тонн пришлось на российские производственные площадки и около 800 млн. тонн – на американские.

Структура акционерного капитала ТМК во многом характерна для крупных металлургических компаний России, где основному бенефициару тем или иным образом принадлежит чуть более 75% акций компании. Главным бенефициром ТМК по итогам 9М 2011 г. является Дмитрий Пумпянский, которому также принадлежит Группа Синара, объединяющая машиностроительные, финансовые и строительные активы. Тем не менее, на наш взгляд, именно ТМК является основным бизнес-активом г-на Пумпянского, поэтому в случае развития негативного сценария финансовая помощь акционера вполне вероятна.

### ДИАГРАММА 12. АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ ТМК

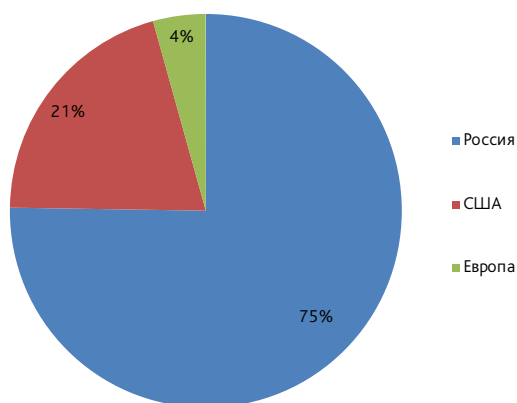


Источник: данные компании, НБ «Траст»

### ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

На операционном уровне ТМК разделяет компанию на три дивизиона по географическому признаку расположения активов: Россия (включает также и завод в Казахстане), США и Европа. Сортамент производимых труб несколько отличается в каждом из них: в частности, в России производятся все ТБД, большая часть бесшовных труб ОСТГ и линейных труб, на американских заводах большую долю занимают трубы ОСТГ (как бесшовные, так и сварные), а на европейских заводах, в основном, производят бесшовные трубы промышленного назначения. Тем не менее российские промышленные площадки обеспечивают три четверти продаж труб в натуральном выражении, поэтому именно российский рынок является для компании ключевым.

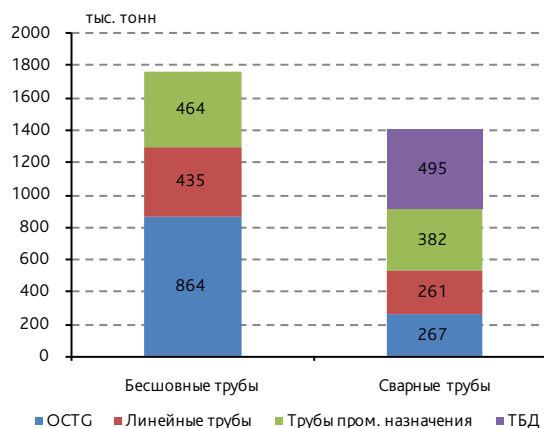
ДИАГРАММА 13. ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА ПРОДАЖ ТРУБ ТМК ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

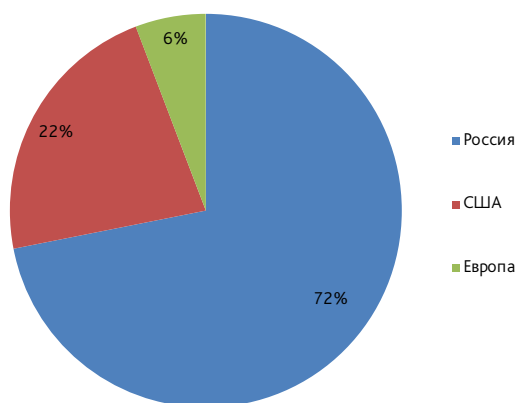
ТМК традиционно занимает сильные позиции на рынках труб OCTG, а также бесшовных труб промышленного назначения (см. диаграммы 3 и 4), причем именно на бесшовные трубы различных сортов приходится большая доля продаж компании. Это положительно сказывается на операционных показателях всей группы, так как производство бесшовных труб имеет большую рентабельность по сравнению с производством сварных труб. Отметим также, что приблизительно 35% от всего объема продаж сварных труб приходится на ТБД, спрос на которые очень волатилен. Безусловно, в стресс-сценарии столь существенная доля продаж труб этого вида может негативно сказаться на консолидированных показателях компании: подобная картина наблюдалась в 3К 2011 г., когда ТМК отметила снижение спроса на ТБД приблизительно на 30% квартал-к-кварталу. Тем не менее продажи ТБД занимают около 15% в совокупных продажах компании и приходятся только на российский бизнес-дивизион. Поэтому даже существенное падение продаж этого вида труб не должно оказать катастрофического влияния на операционные результаты компании, чего нельзя сказать про ЧТПЗ, доля ТБД в продажах которого в 1П 2011 г. превысила 50%.

ДИАГРАММА 14. СТРУКТУРА ПРОДАЖ ТМК ПО ВИДАМ ТРУБ ПО ИТОГАМ 9М 2011



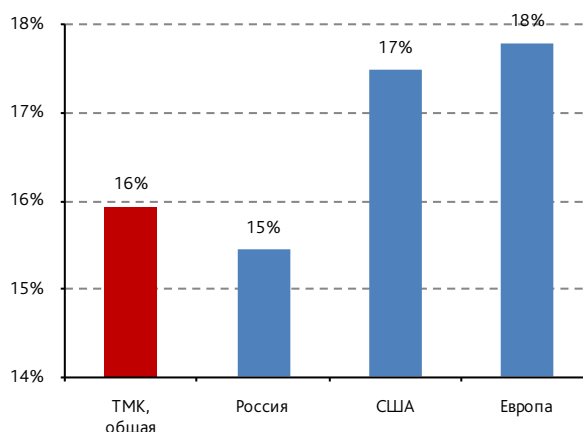
Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 15. ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ТМК ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 16. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA БИЗНЕС-ДИВИЗИОНОВ ТМК ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

При неравномерной структуре продаж ТМК, наибольшая часть выручки приходится на российский дивизион (чуть более 70% от совокупной выручки по итогам 9М 2011 г.). И именно российский сегмент бизнеса определяет консолидированную рентабельность по EBITDA ТМК, которая находится около отметки 16–17%. Для ТМК также характерна несвойственная для российских металлургических компаний картина: ее зарубежные дивизионы демонстрируют существенно более высокие показатели рентабельности по EBITDA, чем российский сегмент.



На наш взгляд, наиболее важными для кредитного качества чертами операционного профиля ТМК являются:

- лидирующие позиции на российском рынке в сегменте бесшовных промышленных труб нефтегазового сортамента и рынке бесшовных труб промышленного назначения;
- удачная географическая диверсификация бизнеса, позволяющая компании существенно расширить регионы продаж своей продукции, а также диверсифицировать валютную выручку;
- высокая рентабельность зарубежных активов, улучшающая консолидированные показатели компании;
- высокая доля высокомаржинальных OCTG труб в структуре продаж, спрос на которые в значительно меньшей степени подвержен сильным колебаниям по сравнению со спросом на ТБД.

## ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ И КРЕДИТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

ТМК после размещения еврооблигаций в январе 2011 г. стал публиковать отчетность по МСФО на квартальной основе, что существенно улучшило оперативность оценки финансового состояния компании. Отметим, что ТМК стабильно удерживает рентабельность по EBITDA на уровне 15–17% в течение последних трех лет. Исключением стал только провальный 2009 г., когда все без исключения металлургические компании продемонстрировали резкое снижение этого показателя.

Денежные потоки ТМК являются положительными в течение последних лет. Может показаться удивительным резкое сокращение чистого операционного денежного потока в 2010 г., что связано с ростом рабочего капитала в этот период в объеме около USD530 млн. Мы не склонны рассматривать это как негативную черту кредитного профиля ТМК, так как наращивание рабочего капитала в 2010 г. стало последовательным шагом компании после его сокращения в 2009 г. примерно на USD560 млн. Благодаря умеренной инвестиционной программе в 2011 г. компания генерирует, положительный свободный денежный поток, но его объем слишком мал для того, чтобы ожидать от ТМК постепенного снижения совокупного долга в среднесрочной перспективе.

ТАБЛИЦА 2. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТМК

МСФО, USD млн.	2008	2009	2010	1П 2011	9М 2011
Выручка	5,690	3,461	5,579	3,547	5,151
ЕБИТДА	1,003	309	900	610	788
Чистая прибыль	198	-324	104	258	279
Чистый операц. денежный поток	555	408	44	236	351
Капвложения и М&А	2,025	905	288	194	317
Свободный денежный поток	-285	13	-271	188	38
Совокупный долг, в т.ч.	3,211	3,752	3,872	4,017	3,769
краткосрочный долг	2,216	1,537	702	539	446
Денежные средства и эквиваленты	143	244	158	170	153
Активы	7,068	6,681	6,862	7,602	6,943
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	14%	5%	16%	17%	15%
ЕБИТДА/проценты	3.7	0.7	2.1	3.8	3.4
Долг/ЕБИТДА*	3.2	12.1	4.3	3.6	3.5
Чистый долг/ЕБИТДА*	3.1	11.3	4.1	3.5	3.3
Долг/Собственный капитал	1.7	2.5	2.4	2.0	2.1

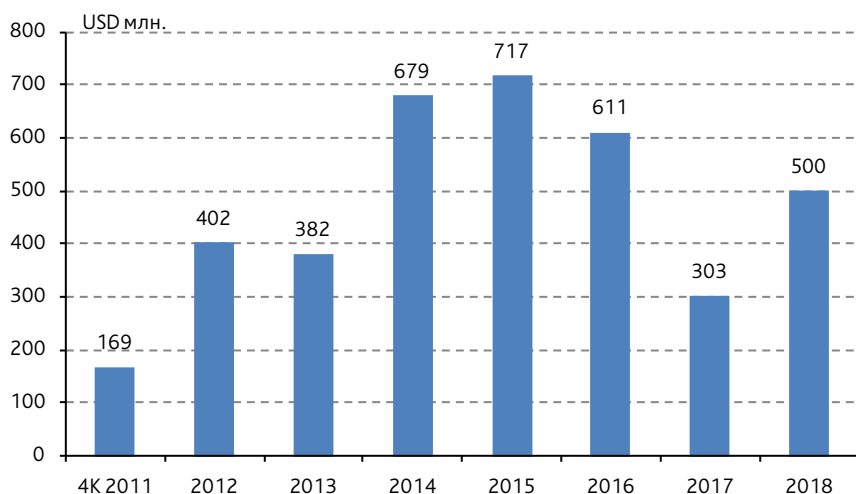
\* значение EBITDA за последние 12 месяцев  
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Высокая долговая нагрузка – главная проблема кредитного профиля ТМК. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» компании с 2009 г. постепенно снижается, но только за счет роста операционных показателей. Сама же абсолютная величина задолженности остается в последние годы неизменной и составляет около USD3.8 млрд. Учитывая столь внушительный размер долга и относительно невысокий объем свободного денежного потока, надеяться на существенное снижение долговой нагрузки ТМК в ближайшие 2 года не приходится.

В отличие от ЧТПЗ график погашения долга у ТМК можно считать комфортным: до конца 2012 г. компании предстоит рефинансировать около USD570 млн. Согласно последней опубликованной отчетности ТМК за 9М 2011 г., у нее остаются

невыбранными более USD730 млн. средств из открытых кредитных линий. В сочетании с USD153 млн. денежных средств на счетах это обеспечит безболезненное обслуживание долга и финансирование инвестиционной программы даже в случае ухудшения ситуации на рынках труб.

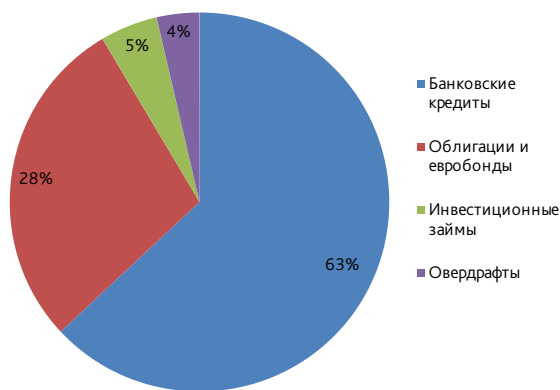
ДИАГРАММА 17. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА ТМК



Источник: данные компании, НБ «Траст»

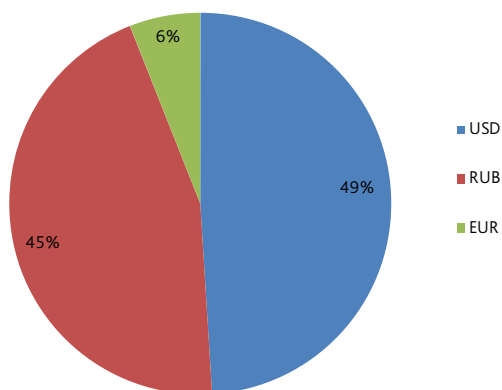
Облигационеры ТМК находятся в гораздо более выгодном положении по отношению к банкам-кредиторам по сравнению с положением публичных кредиторов ЧТПЗ. Во-первых, доля необеспеченных долгов в структуре долга ТМК составляет около 74%, причем 30% кредитного портфеля занимают именно публичные займы (чуть более USD1 млрд.) На наш взгляд, выстраивание положительной публичной кредитной истории для ТМК – важная часть долгосрочной стратегии, которая позволит компании и в дальнейшем выходить на публичный долговой рынок.

ДИАГРАММА 18. СТРУКТУРА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ ТМК ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 19. ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА ТМК НА КОНЕЦ 9М 2011

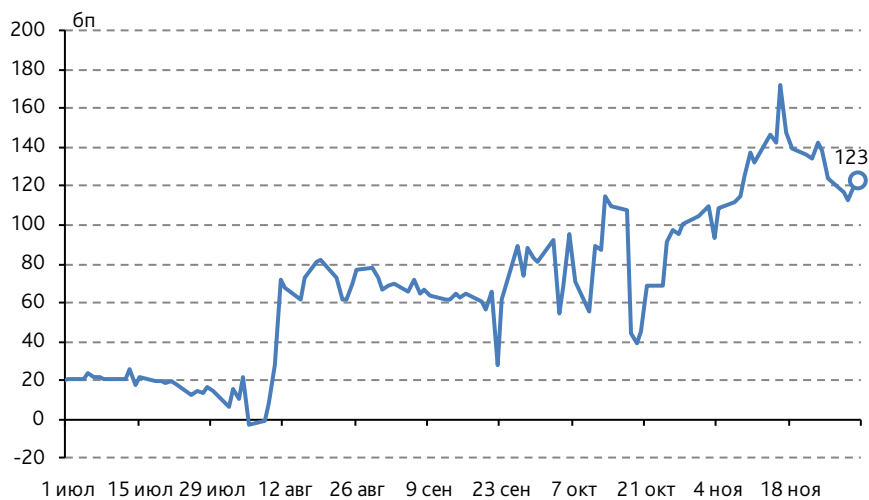


Источник: данные компании, НБ «Траст»

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Еврооблигации ТМК традиционно сравниваются с долговыми бумагами Евраз. На момент выхода еврооблигаций ТМК 18 их спред с кривой еврооблигаций Евраз составлял около 80 бп, что можно считать справедливым в спокойных рыночных условиях. Однако после последних опубликованных отчетностей Евраз и ТМК, на наш взгляд, более справедливым уже выглядит спред выше 80 бп. Но в нынешних условиях неприятие инвесторами рисков циклических компаний, а в особенности компаний с рейтингами уровня single-B должно выражаться как минимум в 100–110 бп премии евробондов ТМК к кривой Евраз.

ДИАГРАММА 20. ДИНАМИКА СПРЕДА ТМК18-EVRAZ18



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.