

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ТМК (В+/В1/-): слабые финансовые результаты за 3К16

Вчера ТМК, крупнейший российский производитель нефтегазовых труб, опубликовала финансовые результаты за 3К16, которые свидетельствуют об ухудшении основных финансовых метрик компании в 3К16 по сравнению со 2К16. Выручка ТМК в 3К16 снизилась на 3.5% кв/кв до 822 млн долл., EBITDA – на 11.9% кв/кв до 126 млн долл. Отчетный период ТМК завершила с отрицательным свободным денежным потоком, в результате на конец 3К16 долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM достигла 5.0х против 4.7х на 30.06.2016.

Основной причиной снижения выручки и EBITDA в 3К16 кв/кв стали слабые финансовые результаты российского дивизиона ТМК. Так, в 3К16 выручка дивизиона сократилась на 8% кв/кв до 671 млн долл., EBITDA – на 21% кв/кв до 127 млн долл. в результате снижения объема реализации труб на 9% кв/кв до 710 тыс. тонн. В свою очередь, причинами сокращения реализации труб дивизионом стали плановые капитальные ремонты на предприятиях и сезонное ослабление спроса на продукцию ТМК со стороны нефтегазовых компаний. В то же время, умеренно позитивное влияние на динамику финансовых результатов ТМК оказали итоги работы американского дивизиона: в 3К16 в связи с восстановлением спроса на американском трубном рынке реализация труб подразделения выросла на 13% кв/кв до 74 тыс. тонн, выручка – на 42% кв/кв до 106 млн долл., EBITDA улучшилась с -22 млн долл. за 2К16 до -9 млн долл. за 3К16. В 3К16 EBITDA margin ТМК сократилась на 1.5 пп кв/кв до 15.3%, что в значительной степени стало следствием ухудшения структуры продаж бесшовных труб.

3К16 ТМК завершила с отрицательным чистым операционным денежным потоком в размере -63 млн долл., что во многом было обусловлено осуществлением инвестиций на пополнение оборотного капитала в 3К16 на сумму 100 млн долл. Во 2К16, напротив, ТМК за счет сокращения оборотного капитала аккумулировала 87 млн долл., в результате чистый операционный денежный поток был положительным, в размере 158 млн долл. В 3К16 расходы ТМК на CAPEX увеличились на 21.8% кв/кв до 48 млн долл.

По состоянию на 30.09.2016 совокупный долг ТМК увеличился к началу 3К16 на 60 млн долл. до 2.9 млрд долл., чистый долг – на 170 млн долл. до 2.7 млрд долл. Расширение кредитного плеча стало следствием дефицита свободного денежного потока в 3К16 в размере 195 млн долл. Долговая нагрузка ТМК в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К16 увеличилась до 5.0х с 4.7х на начало 3К16 (3.9х на 01.01.2016).

Согласно графику погашения долга ТМК, в 4К16 компании предстоит погасить либо пролонгировать кредиты и займы на сумму 333 млн долл., в 2017 г. – 216 млн долл. В сентябре 2016 г. ТМК рефинансировала долг в размере 400 млн долл. с погашением в 2017 г. до 2021 г., кроме того, в ноябре 2016 г. планирует рефинансировать долг в размере 237 млн долл. с погашением в 4К16 до 4К19. Учитывая успешный опыт компании по рефинансированию долга, а также наличие денежных средств на счетах в размере 203 млн долл. на 30.09.2016 и невыбранных кредитных линий в размере 849 млн долл., мы оцениваем риски рефинансирования краткосрочного долга ТМК как весьма умеренные.

В 4К16 ТМК не исключает улучшение финансовых результатов по сравнению с 3К16 в результате ожидаемого роста спроса на трубы OCTG в связи с началом сезона закупок трубной продукции со стороны российских нефтегазовых компаний.

Ключевые финансовые показатели ТМК за 3К16

млн долл.	3К16	2К16	%
Выручка	822	853	-3.5%
Валовая прибыль	165	191	-13.7%
EBITDA	126	143	-11.9%
Чистая прибыль/(убыток)	-60	57	
Валовая рентабельность	20.0%	22.4%	-2,4 пп
Рентабельность по EBITDA	15.3%	16.8%	-1,5 пп
Чистая рентабельность	отр.	6.6%	

Операц. денеж. поток до изм. в С	120	145	-17.6%
Чистый операцион. денеж. поток	-63	158	
CAPEX	48	39	21.8%
Свободный денежный поток	-195	119	

млн долл.	9М16	2015	%
Активы	4 725	4 412	7.1%
в т.ч. денежные средства	203	305	-33.6%
Долг**	2 889	2 801	3.1%
доля краткосрочного долга	18.3%	21.4%	-3,2 пп
Чистый долг	2 686	2 496	7.6%
Капитал	816	715	14.2%
CAPEX/EBITDA	0,3х	0,3х	-
Долг/EBITDA LTM	5,4х	4,4х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	5,0х	3,9х	-
EBITDA/Процентные платежи	1,9х	2,3х	-
Долг/Капитал	3,5х	3,9х	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В то же время, в сентябре 2016 г. собрание акционеров ТМК приняло решение о выплате дивидендов за 1П16 на общую сумму 2 млрд руб. (около 31 млн долл. по текущему курсу). Несмотря на умеренный размер дивидендов, их выплата окажет давление на показатели долговой нагрузки ТМК в ближайшей перспективе.

В настоящее время ТМК присвоены негативные прогнозы по рейтингам от S&P и Moody's. В качестве негативных рейтинговых факторов Moody's выделяет рост леввериджа свыше 4.0х на постоянной основе, S&P – долговую нагрузку свыше 5.0х. Опубликованные финансовые результаты ТМК за 3К16, отражающие рост долговой нагрузки, являются, по нашим оценкам, умеренно негативными для кредитных рейтингов компании.

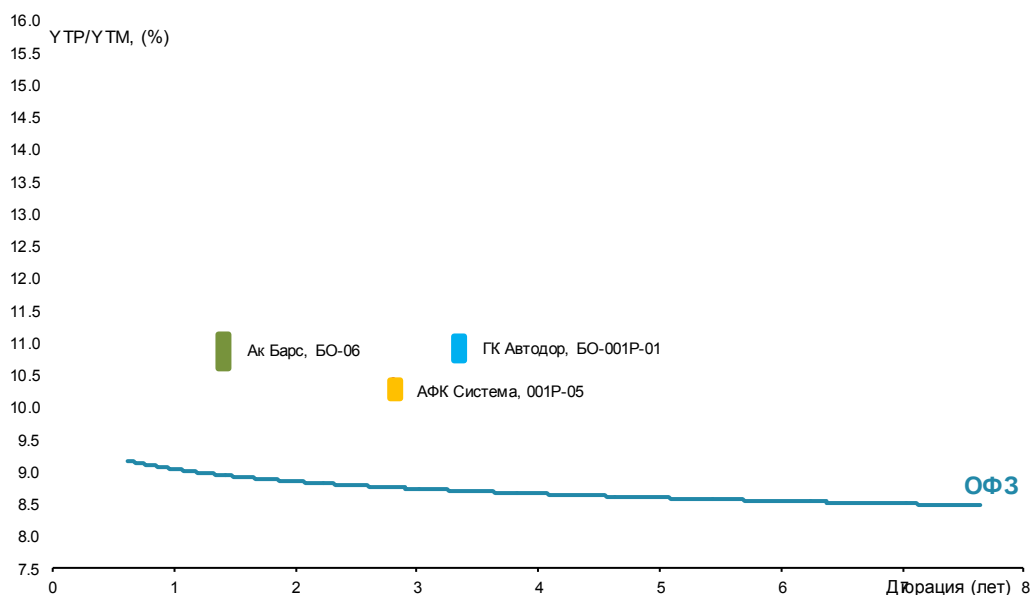
На текущий момент вектор движения котировок еврооблигаций ТМК, как и российского рынка евробондов в целом, находится в прямой зависимости от волатильных факторов внешней среды. В тоже время, выход слабых финансовых результатов ТМК, на наш взгляд, является довольно сильным аргументом для сокращения спредов между выпусками ТМК и Евраза, в связи с чем мы отдаем предпочтение бумагам последнего. На локальном рынке, по нашему мнению, наблюдается более справедливая картина, единственный выпуск ТМК торгуется с небольшой премией к схожему по дюрации выпуску Евраза.

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Ак Барс, БО-06	- / B2 / BB-	да	5 000	10.78-11.20	середина ноября	середина ноября	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
ДОК-15, 01	NR	нет	2 000	18.12	14.11.2016	16.11.2016	нет / 4.97 г	нет / 10 лет
АФК Система, 001P-05	BB / Ba3 / BB-	да	10 000	10.17-10.37	17.11.2016	25.11.2016	нет / 2.82 г	3.25 г / 10 лет
ГК Автодор, БО-001P-01	- / - / BBB-	да	10 000	10.78-11.04	21.11.2016	25.11.2016	нет / 3.36 г	нет / 4 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Атомэнергопром, БО-01	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.55	14.11.2016	нет / 1.87 г
Полипласт, БО-03	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	16.64	11.11.2016	нет / 1.39 г
ГК Самолет, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	14.20-14.75	14.20	11.11.2016	нет / 1 г
АФК Система, 001P-04	BB / Ba3 / BB-	да	6 500	н/д / 100%	9.99-10.25	10.04	11.11.2016	нет / 3.4 г
ГТЛК-БО-05 (вторичное)	BB- / Ba2 / BB-	да	3 400	н/д / 100%	11.46	11.46	02.11.2016	нет / 4.95 г
Локо-банк, БО-06 (вторичное)	- / B2 / B+	да	2 294	н/д / 100%	11.98-13.02	12.63	28.10.2016	нет / 0.43 г
ГК Пионер, 001P-01	B- / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	14.49-15.03	14.49	01.11.2016	нет / 1.40 г
Башнефть, БО-09	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.52	27.10.2016	нет / 4.72 г
МКБ-Лизинг, 01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	12.89	27.10.2016	нет / 1.41 г
Регион Капитал, БО-06 и БО-07	B- / - / -	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	11.83	21.10.2016	нет / 1.42 г
СУЭК-Финанс, 001P-01R	- / Ba3 / -	да	8 000	1.4 / 100%	10.57-10.88	10.78	26.10.2016	нет / 2.65 г
Внешэкономбанк, 08 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	6 700	н/д / 100%	9.94	9.94	20.10.2016	нет / 3.4 г
Внешэкономбанк, 19 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.99	9.99	17.10.2016	нет / 3.74 г
РЕСО-Лизинг, БО-05	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.00	14.10.2016	нет / 3.85 г
Банк Интеза, 001P-01R	- / - / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.73-10.04	9.99	13.10.2016	нет / 2.67 г
Фольксваген Банк РУС, 001P-01	- / - / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	9.88-10.14	10.04	11.10.2016	нет / 1.43 г
Внешэкономбанк, 18 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	1 300	2.1 / 100%	н/д	10.04	11.10.2016	нет / 2.66 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Александр Валканов
Юлия Паршина

bondsales@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
Кредитный анализ
Кредитный анализ

Акции
Облигации

Владимир Евстифеев
Наталья Толстошеина
Дмитрий Чепрагин

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

v.evstifeev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Фарида Ахметова
Марина Никишова
Алексей Басов

ibcm@zenit.ru

f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
i.ryzhikov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Яков Петров

y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.