

### ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОНВЕРТИРУЕМЫХ БОНДОВ ВЫСОКИЙ, ПОТЕНЦИАЛ СНИЖЕНИЯ ОГРАНИЧЕН ОПЦИОНОМ «ПУТ»

#### Торговая рекомендация

**Опцион «без денег», котировки бондов ниже номинала.** Конвертируемые еврооблигации ТМК, размещенные 20 февраля 2010 г., в настоящий момент котируются ниже номинала и выглядят привлекательно даже без учета опциона на конвертацию. Срок погашения бумаги (биржевой код в Bloomberg – TRUBRU'15) наступает в феврале 2015 г., однако условиями выпуска предусмотрен также опцион «пут», который может быть исполнен в феврале 2013 г. Кроме того, существует мягкий опцион «колл», но он может быть исполнен только при условии определенной динамики цен акций компании после исполнения опциона «пут». В настоящий момент опцион на конвертацию находится в состоянии глубоко «без денег», поскольку акции компании недавно упали в цене до 15,2 долл./акция, что существенно ниже цены конвертации, равной 23,074 долл.

#### Сейчас опцион на конвертацию ничего не стоит покупателю.

При текущей цене доходность ТМК'15 к опциону «пут» в 2013 г. составляет 7,5%, то есть премия выпуска к трехлетним казначейским облигациям США равна 680 б.п. Доходность к погашению составляет 6,55%, что предполагает премию в размере 520 б.п. к пятилетним казначейским облигациям. При этом обычные облигации ТМК'11 котируются с G-спредом в размере 520 б.п., выпуск Evraz'13 – со спредом на уровне 595 б.п. Сравнивая спреды, можно убедиться в том, что бумаги ТМК'15 привлекательны даже без возможности конвертации, то есть как обычные облигации. Из этого можно сделать вывод, что опцион на конвертацию ТМК'15 в настоящий момент ничего не стоит покупателю облигаций, однако этот опцион существует и имеет внутреннюю стоимость, вовсе не равную нулю.

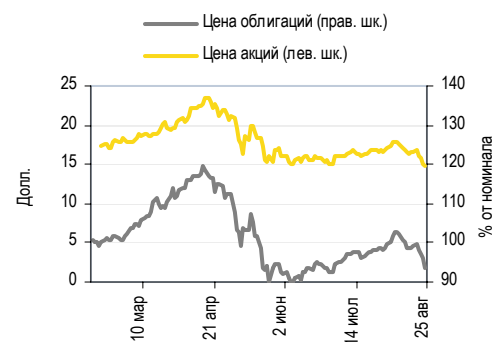
**Историческая динамика котировок.** Есть обстоятельство, которое нас озадачивает. В мае-июне 2010 г., после масштабной распродажи акций ТМК, выпуск ТМК'15 недолгое время котировался совсем низко – на уровне 90%, что соответствует доходности к оферте в размере 9,9%. Следует признать, что мы а) пропустили этот момент и б) не видим причин для столь сильного падения котировок. Скорее всего, подобная динамика стала результатом избыточной активности продавцов в период коррекции рынка акций – в мае 2010 г. Из графика видно, что котировки облигаций быстро восстанавливались после каждого падения – с 90% до более обоснованного уровня 95%.

#### Параметры выпуска

Конвертируемые облигации	ТМК'15
ISIN	XS0484654040
Рейтинг выпуска	B (S&P)
Объем	412,5 млн долл.
Срок погашения	11 февраля 2015 г.
Опцион "пут"	11 февраля 2013 г., @100%
Цена конвертации	23,075 долл.
Купон	5,25%
Текущая доходность к опциону "пут"	7,5%

#### Облигации котируются ниже номинала

Цена ТМК'15 и цена акций ТМК

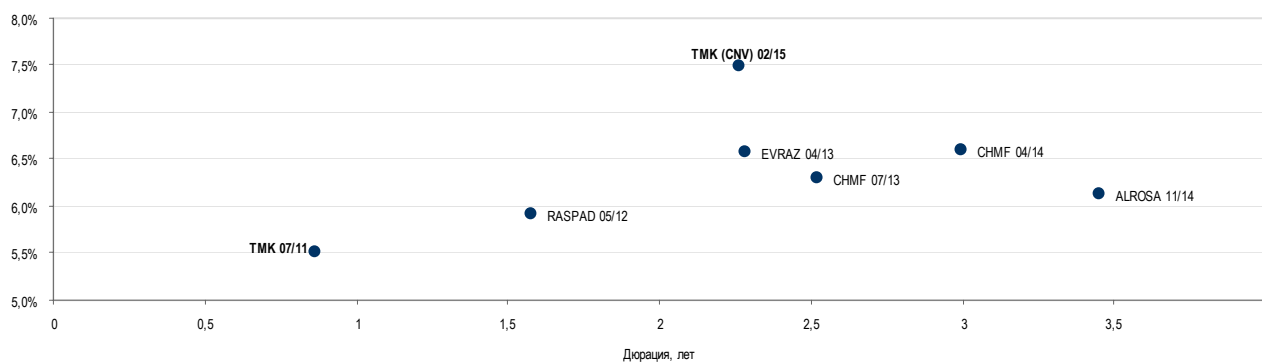


Источники: Bloomberg

**Вывод.** ТМК'15 представляется нам все более привлекательной, поскольку даже без учета опциона на конвертацию бумага торгуется к опциону «пут» в 2013 г. на уровне рынка. Таким образом, держатели застрахованы от дальнейшего снижения котировок наличием купона. При этом выпуск котируется существенно ниже номинала, а потенциал роста у него значительно больше, чем у обычных облигаций – например, в апреле этот фактически трехлетний выпуск котировался почти на уровне приблизительно 120% от номинала, ввиду того что акции ТМК достигли цены конвертации.

### Конvertируемые облигации ТМК'15 привлекательны даже без возможности конвертации

Долларовые облигации в горно-металлургическом секторе



Источники: Bloomberg

Кредитный профиль ТМК обсуждается в нашем аналитическом обзоре (рассылаемом вместе с настоящим отчетом):

«ТМК – ожидаемо слабые финансовые результаты за 2009 г.

[http://st.finam.ru/ipo/comments/\\_100426\\_TMK\\_FY2009.pdf](http://st.finam.ru/ipo/comments/_100426_TMK_FY2009.pdf)

# 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 Сонюшкина, 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, grischenkovane@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 Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Экономика

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  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@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  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@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 оферта или предложение делать оферты. 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 2010