

БЫСТРОЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ

Опубликованы результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО

Закрепление позитивной динамики предыдущего полугодия. В пятницу ТМК, крупнейший в России производитель труб для нефтегазовой отрасли, опубликовала отчетность за I полугодие 2010 г. по МСФО, отразившую, как мы и прогнозировали, заметный рост операционной прибыли и улучшение кредитных метрик компании. Наши ожидания в отношении того, что по итогам текущего года долговая нагрузка опустится ниже 4, обретают все более твердую почву. Сегодня также состоится телеконференция ТМК для инвесторов и аналитиков.

Впечатляющая динамика выручки. В отчетном периоде выручка компании увеличилась на 73,6% относительно I полугодия 2009 г. и достигла 2,57 млрд долл. Заметим, что по сравнению со II полугодием 2009 г. продажи ТМК также заметно выросли – почти на 30%. Увеличению выручки способствовал прежде всего рост объема продаж – в натуральном выражении продажи по итогам I полугодия выросли на 57% до 1,89 млн тонн. При этом наилучшую динамику продемонстрировало североамериканское подразделение, где продолжающаяся интенсивная разработка месторождений сланцевого газа способствовала увеличению объема продаж ТМК на 210,2%. В то же время, несмотря на быстрое восстановление спроса за рубежом, ключевым рынком для компании по-прежнему остается Россия. В I полугодии внутренние продажи составили порядка 73% в натуральном выражении и 60% в стоимостном, а доля ТМК на российском рынке, по оценкам компании, достигла 27%. Заметный вклад в рост внутренних продаж компании вносит увеличение объема бурения в России, в частности инвестпроекты, реализуемые Газпромом и Транснефтью (на долю этих компаний пришлось около 80% продаж труб большого диаметра).

Увеличение загрузки мощностей способствовало существенному повышению рентабельности. В отчетном периоде рентабельность по EBITDA, по нашим оценкам, составила внушительные 15,5% (+ 7,9 п.п. к I пол. 2009 г.), а в абсолютном выражении EBITDA ТМК за первые 6 месяцев текущего года увеличилась более чем втрое по сравнению с I полугодием 2009 г. и на 80,4% по сравнению со II полугодием 2009 г. (оговоримся, что наш подход к расчету EBITDA несколько отличается от применяемого компанией). Основной вклад в повышение рентабельности внесло увеличение загрузки мощностей (рост цен оказал влияние в меньшей степени, в том числе из-за того, что ТМК индексирует цены на свою продукцию в соответствии с изменением цен на сырье раз в полгода). Наибольшей рентабельностью по-прежнему характеризуются продажи на внутреннем рынке, чей вклад в EBITDA ТМК составил 68,8% при доле этого сегмента в выручке на уровне 60%.

Долговая нагрузка быстро снижается, ликвидность растет. С учетом того, что объем долга ТМК по итогам I полугодия 2010 г. остался практически неизменным, а операционная прибыль заметно возросла, долговая нагрузка компании, выраженная отношением Чистый долг/LTM EBITDA, существенно сократилась – до 5,8 с 10,5 в начале года. Заметим, что, применив для расчета показателя долговой нагрузки EBITDA в годовом выражении, мы получили бы еще более низкое значение 4,5. Среди положительных моментов мы отмечаем также тот факт, что по итогам отчетного периода значение коэффициента покрытия процентных платежей впервые с 2008 г. достигло приемлемого уровня выше 2. В то же время с учетом инвестиционной программы ТМК, которая на текущий год запланирована на уровне 400 млн долл., резервов для сокращения долга в абсолютном выражении у компании по-прежнему немного. Вместе с тем структура долгового портфеля ТМК с точки зрения сроков погашения, которую в I полугодии компания смогла существенно улучшить, позволяет сделать вывод о значительном сокращении рисков рефинансирования для ТМК в этот период – на 30 июня доля краткосрочных заимствований компании сократилась до 22,8% (против 41% на начало года), а коэффициент текущей ликвидности достиг приемлемого уровня 1,1.

Быстрое восстановление

Ключевые финансовые показатели Группы ТМК, млн. долл.

МСФО	2008	I п/г 2009	2009	IIП 2009	IIП 2010	Изм. IIП 2010 / IIП 2009, %	Изм. IIП 2010/ IIП 2009, %
Выручка	5 690	1 479	3 461	1 982	2 566	73,6	29,4
Валовая прибыль	1 438	224	556	333	586	161,6	76,2
ЕБИТДА	828	113	333	220	397	251,1	80,4
Процентные расходы	272	212	447	235	199	(6,0)	(15,3)
Чистая прибыль	198,5	(203,8)	(323,8)	(120,0)	67,3	-	-
						Изм. IIП 2010/ 2009, %	
Совокупный долг	3 211	3 650	3 752		3 647,5	(2,8)	
Краткосрочный долг	2 217	1 969	1 537		832,2	(45,9)	
Денежные средства	143	90	243		85,0	(65,0)	
Чистый долг	3 068	3 560	3 509		3 562,5	1,5	
Собственный капитал	1 910	1 597	1 519		1 529,6	0,7	
Операционный поток	740	286	852	566,0	196,8		
Капитальные затраты	840	164	395	231,2	165,0		
<i>Коэффициенты</i>							
Валовая рентабельность (%)	25,3	15,1	16,1	16,8	22,8		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	14,6	7,6	9,6	11,1	15,5		
ЕБИТДА/Процентные расходы	3,0	0,5	0,7	0,9	2,0		
Долг/ЕБИТДА*	3,9	32,3	11,3		5,9		
Чистый долг/ЕБИТДА*	3,7	31,5	10,5		5,8		
Чистый долг/Собств. капитал	1,6	2,2	2,3		2,3		
Доля краткосрочного долга (%)	69,0	53,9	41,0		22,8		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Прогноз на 2010 г. Несмотря на то что ориентиров в отношении операционных показателей на II полугодие текущего года представлено не было, в пресс-релизе компании отмечается, что увеличение спроса на продукцию ТМК во II полугодии как в России, так и в США должно способствовать улучшению результатов II полугодия с точки зрения операционной деятельности. Мы пока не меняем свой прогноз и ожидаем, что по итогам 2010 г. ЕБИТДА ТМК составит 980 млн долл., а долговая нагрузка опустится ниже 4 в терминах Чистый долг/ЕБИТДА.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли

Показатели отчетности по МСФО, млн долл.

	Рейтинги	Продажи	ЕБИТДА	Ден. ср-ва	Кратк. долг	Долгоср. долг	Процентные расходы	Рентабельность ЕБИТДА, %	Чистый долг	Чистый долг / ЕБИТДА	% кратк. долг	ЕБИТДА / Проц. расходы	
2008	ММК	BB/Ba2/BB	10 550	2 204	1 106	1 276	405	110	20,9	575	0,3	75,9	20,0
	Евраз	BB-/Ba3/BB	20 380	6 323	930	3 922	6 064	655	31,0	9 056	1,4	39,3	9,7
	Мечел	NR	9 951	3 020	255	5 149	220	324	30,3	5 115	1,7	95,9	9,3
	НЛМК	BBB-/Ba1/BB+	11 699	4 688	2 160	1 080	1 930	217	40,1	850	0,2	35,9	21,6
	Северсталь	BB/Ba2/BB	22 393	5 366	2 654	1 978	6 278	506	24,0	5 602	1,0	24,0	10,6
	ТМК	B+/Ba3	5 690	989	147	2 217	994	272	17,4	3 064	3,1	69,0	3,6
2009	ММК	Ba3/BB	5 081	1 140	165	808	1 266	96	22,4	1 909	1,7	39,0	11,9
	Евраз	B/B2/B+	9 772	1 237	675	1 992	5 931	677	12,7	7 248	5,9	25,1	1,8
	Мечел	NR	5 754	652	414	1 923	4 074	498	11,3	5 583	8,6	32,1	1,3
	НЛМК	BBB-/Ba1/BB+	6 140	1 370	1 247	557	1 939	171	22,3	1 248	0,9	22,3	8,0
	Северсталь	BB-/Ba3/B+	13 054	812	2 853	1 478	5 748	601	6,2	4 373	5,4	20,5	1,4
	ТМК	B/B1	3 461	333	243	1 537	2 215	447	9,6	3 509	10,5	41,0	0,7
2010П	ММК		8 519	1 807	216	808	2 016	180	21,2	2 608	1,4	28,6	10,0
	Евраз		14 404	2 601	312	2 992	5 150	656	18,1	7 830	3,0	36,7	4,0
	Мечел		8 645	2 406	242	2 549	2 820	503	27,8	5 127	2,1	47,5	4,8
	НЛМК		9 221	2 618	2 421	1 200	2 230	176	28,4	1 009	0,4	35,0	14,9
	Северсталь		16 548	2 373	948	1 228	5 528	493	14,3	5 808	2,4	18,2	4,8
	ТМК		5 815	980	229	1 537	2 214	350	16,9	3 522	3,6	41,0	2,8

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Выпуски ТМК оценены справедливо, котировки конвертируемых еврооблигаций TRUBRU'15 в последнее время заметно выросли. Погашающийся в июле 2011 г. выпуск еврооблигаций ТМК'11 торгуется с доходностью YTM 5,17% (спред около 50 б.п.), что предполагает дисконт к еврооблигациям Евраз (B/B1/B+) около 50 б.п. и вряд ли может представлять интерес для инвесторов. Две недели назад мы выпустили отчет «Потенциал роста конвертируемых бондов высокий, потенциал снижения ограничен пут-опционом», в котором дали торговую рекомендацию по выпуску TRUBRU'15. В тот момент мы считали данный выпуск заметно недооцененным, учитывая, что он котировался на уровне 95% от номинала (YTP 7,5%). С тех пор его котировки возросли до 101% от номинала, а доходность снизилась до 4,9%. Таким образом, стоимость опциона на конвертацию нашла отражение в цене еврооблигаций, и дальнейший потенциал роста котировок облигаций мы связываем с увеличением стоимости акций ТМК. Что касается короткого выпуска рублевых облигаций ТМК-З (YTM 6,3%@ февраль 2011 г.), то в силу скорого погашения высокой ликвидностью он не отличается.

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

Артеми 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, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

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, bakhthinkv@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 Гринкруг, 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 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 2010