

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА СНИЗИЛАСЬ, КАК И ОЖИДАЛОСЬ

Опубликованы результаты за 2010 г. по МСФО

Закрепление позитивной динамики предыдущего полугодия. В пятницу ТМК, крупнейший в России производитель труб для нефтегазовой отрасли, опубликовала отчетность за II полугодие и весь 2010 г. по МСФО, отразившую, как мы и прогнозировали, дальнейший рост операционной прибыли и улучшение кредитных метрик. Ниже мы приводим наиболее важные, на наш взгляд, выводы из представленных результатов.

- В 2010 г. рынок труб заметно восстановился и в России, и в США...** В 2010 г. объем рынка стальных труб в России увеличился на впечатляющие 48% по сравнению с 2009 г. и достиг 9,2 млн т, что является рекордным показателем за последние 20 лет. ТМК сохраняет лидирующие позиции на этом рынке с долей около 27%, при этом доля компании в сегменте бесшовных труб нефтегазового сортамента составляет 60%. Стоит отметить, что внутренний рынок продолжает оставаться для ТМК приоритетным – порядка 63% продаж компании в натуральном выражении приходится на Россию. Что касается США, то и тут, несмотря на лишь незначительный рост цен на газ по сравнению с 2009 г. и задержание бурения в открытом море в связи с аварией на одной из станций ВР, рост производства труб нефтегазового сортамента в 2010 г. составил внушительные 45%. На фоне восстановления рыночной конъюнктуры американскому подразделению компании ТМК-IPSCO удалось увеличить загрузку мощностей до 80%.
- ...благодаря чему ТМК значительно увеличила объем производства.** По итогам 2010 г. компания увеличила выпуск труб на 43% до 3,96 млн т. При этом наиболее заметно производство возросло в США (+125%), а доля этого региона в общем объеме увеличилась до 20% по сравнению с 13% в 2009 г. В России выпуск труб вырос на 30% до 3 млн т., при этом производство труб большого диаметра возросло на 125%, чему во многом способствует растущий спрос со стороны Газпрома и Транснефти (на долю этих компаний приходится около 80% продаж таких труб у ТМК).
- Высокий темп роста выручки и EBITDA.** В 2010 г. выручка ТМК увеличилась на 61,2% по сравнению с 2009 г. и составила 5,6 млрд долл. EBITDA выросла гораздо более значительно – на 180% – и достигла 911 млн долл. (оговоримся, что наш метод расчета EBITDA отличается от применяемого компанией, – мы определяем этот показатель, прибавляя амортизацию к операционной прибыли с корректировкой на неденежные статьи). Рентабельность по EBITDA по итогам 2010 г., по нашим расчетам, составила 16,3% против 9,4% годом ранее. По сравнению со I полугодием 2010 г. продажи ТМК также заметно выросли – на 17,4%, а рост EBITDA составил 25,3%. Рентабельность по EBITDA во II полугодии повысилась на 1 п.п. до 16,8%.

Кредитные метрики улучшаются

Ключевые финансовые показатели Группы ТМК, млн. долл.

МСФО	2008	2009	I пол. 2010	II пол. 2010	2010	% изм. II пол.2010/ I пол.2010	% изм.2010/ 2009
Выручка	5 690	3 461	2 566	3 012	5 579	17,4	61,2
Валовая прибыль	1 438	556	586	707	1 293	20,7	132,4
EBITDA	828	325	404	506	911	25,3	180,1
						% изм. 2010/ I пол.2010	
Совокупный долг	3 211	3 752	3 648		3 919	7,5	
Краткосрочный долг	2 217	1 537	832		750	(9,9)	
Денежные средства	143	244	85		158	85,3	
Чистый долг	3 068	3 508	3 563		3 762	5,6	
Собственный капитал	1 910	1 519	1 530		1 637	7,0	
Операционный поток	740	852	197		386		
Капитальные затраты	840	395	165		314		
<i>Кэффициенты</i>							
Валовая рентабельность (%)	25,3	16,1	22,8	23,5	23,2		
Рентабельность EBITDA (%)	14,6	9,4	15,8	16,8	16,3		
EBITDA/Процентные расходы	3,0	0,7	2,0		2,1		
Долг/EBITDA*	3,9	11,5	4,5		4,3		
Чистый долг/EBITDA*	3,7	10,8	4,4		4,1		
Чистый долг/Собств. капитал	1,6	2,3	2,3		2,3		
Доля краткосрочного долга (%)	69,0	41,0	22,8		19,1		

* EBITDA в годовом выражении

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБ

- **Долговая нагрузка продолжает снижаться, ликвидность растет.** По сравнению с I полугодием чистый долг ТМК на конец года практически не изменился, составив 3,76 млрд долл., что в сочетании с увеличением операционной прибыли позволило сократить долговую нагрузку, выраженную отношением Чистый долг/ЕБИТДА, до 4,1 с 10,8 на начало года, и это, безусловно, следует считать значительным прогрессом (заметим, что, применив для расчета долговой нагрузки показатель ЕБИТДА, определенный по методу ТМК, мы получили бы еще более низкое значение 3,9). Еще один положительный момент – по итогам отчетного периода коэффициент покрытия процентных платежей достиг приемлемого уровня, поднявшись выше 2. Доля краткосрочных заимствований компании на 31 декабря 2010 г. сократилась до 19% (с 41% на начало года), а коэффициент текущей ликвидности составил 1,36 по сравнению с 0,6 в 2009 г.
- **Некоторые прогнозы на 2011 г.** В ходе телеконференции ТМК сообщила хорошую новость – с текущего года компания будет публиковать отчетность на ежеквартальной основе. Это позволит инвесторам располагать более оперативной информацией. По итогам I квартала 2011 г. ТМК рассчитывает получить выручку на уровне IV квартала 2010 г. (то есть около 290 млн долл.), а рентабельность по ЕБИТДА может составить 18%. Резкий рост цен на сталь с начала года, как ожидает компания, окажет негативное влияние на операционную маржу в I полугодии текущего года. Вместе с тем увеличение отгрузок должно позволить ТМК получить ЕБИТДА по итогам I полугодия текущего года на уровне II полугодия прошлого года. Что касается планов по инвестициям на этот год, то размер затрат запланирован на уровне 300 млн долл., что несколько ниже ориентиров, которые ранее называла компания (400 млн долл.). В целях финансирования инвестиционной программы ТМК в марте нынешнего года привлекла в Альфа-Банке восьмилетний кредит в размере 460 млн долл. Напомним также, что в феврале ТМК разместила семилетний выпуск еврооблигаций в объеме 500 млн долл. для рефинансирования задолженности, что, как мы думаем, должно было дополнительно усилить ликвидную позицию компании.

Евробонд ТМК'18 выглядит неоправданно дешевым. Мы не сомневаемся, что у ТМК не возникнет проблем с погашением в июле нынешнего года выпуска еврооблигаций ТМК'11 (спред к свопам около 150 б.п.), однако в силу короткой дюрации этот выпуск не слишком интересен. В то же время недавно размещенный ТМК'18 (YtM 7.34%), предлагающий весьма щедрую премию в размере 110 б.п. к сопоставимому по дюрации выпуску Evgaz'18, безусловно, весьма привлекателен, учитывая заметное улучшение кредитных метрик ТМК и текущую благоприятную конъюнктуру на сырьевых рынках. Рублевый ТМК БО-1 (YtM 7.97%), на наш взгляд, оценен справедливо, однако мы отдаем предпочтение рублевым облигациям Евраз (В+/В1/В+), предлагающим премию к ОФЗ на уровне ТМК (170 б.п.) при более сильных кредитных метриках металлургической компании.

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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

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

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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