

ТОРГОВАЯ ИДЕЯ: БОНДЫ ТМК ОСТАЮТСЯ СУЩЕСТВЕННО НЕДООЦЕНЕННЫМИ

Конвертируемые еврооблигации ТМК'15 привлекательны

Конвертируемые облигации ТМК остаются весьма привлекательными. Советуем присмотреться к евробондам TRUBRU'15, возможно, наиболее привлекательным российским корпоративным еврооблигациям в настоящий момент. Бумага котируется приблизительно по 94% от номинала, причем по выпуску предусмотрен пут-опцион в феврале 2013 г., то есть немногим более чем через год. TRUBRU'15 торгуется с доходностью 11,44% (с очень неплохим купоном в размере 5,25%), что очень близко к доходности выпуска TRUBRU'18 – обычных еврооблигаций с погашением через шесть лет. В нашем обзоре от 13 октября (Торговая идея: высокая доходность при короткой дюрации), когда бумага котировалась на уровне 93% от номинала, мы рекомендовали выпуск к покупке, после чего он вырос в цене до 98,4%, но затем в связи с ростом рисков на рынке подешевел до текущего уровня 94%. Повышенная волатильность объясняется наличием опциона на конвертацию облигаций в акции. Мы считаем текущую цену облигаций локальным минимумом (при условии отсутствия мировых шоков), поскольку в данном случае имеем дело с опционом «глубоко без денег», а по мере приближения даты пут-опциона котировки, вероятно, начнет приближаться к номиналу. Таким образом, приобретение опциона в настоящий момент позволит в лучшем случае получить доходность к опциону через год, а если на рынке акций наметится разворот, то можно говорить о значительном потенциале роста за счет повышения стоимости опциона на конвертацию. Мы положительно оцениваем кредитное качество ТМК. Несмотря на ряд негативных аспектов финансового положения компании (в настоящий момент долговая нагрузка ТМК – одна из наиболее высоких в металлургической отрасли: на конец сентября 2011 г. показатель Долг/ЕБИТДА был равен 3,5), ее кредитный профиль остается вполне устойчивым, что позволяет нам подтвердить представленную ранее рекомендацию ПОКУПАТЬ бонды ТМК. Недавно у нас состоялась встреча со специалистами отдела компании по отношениям с инвесторами. Ниже кратко изложена информация, полученная в ходе встречи и дающая основания для позитивного прогноза на будущий год.

Финансовые результаты 4 кв. 2011 г. По итогам 4 кв. мы ожидаем роста финансовых показателей компании относительно предыдущего квартала, возможно даже до высокого уровня 2 кв. 2011 г. Исходя из ожиданий компании рентабельность по ЕБИТДА вырастет с 13% в 3 кв. 2011 г. до 16–17% за 4 кв. В числе основных причин низких результатов 3 кв. 2011 г. следует назвать 1) ухудшение сортамента; 2) сокращение продаж в наиболее рентабельном сегменте труб большого диаметра и 3) снижение показателя ЕБИТДА в расчете на тонну в американском подразделении компании, которое производило трубы из дорогостоящего штрипса, закупленного в 1 п/г 2011 г. Поскольку продажи труб большого диаметра, предположительно, остались низкими до конца 2011 г., ЕБИТДА американского подразделения, согласно прогнозу, восстановится почти до уровня 200 долл./т. Финансовые результаты 4 кв. 2011 г. предполагается опубликовать в конце марта 2012 г.

Обращающиеся выпуски ТМК

	Объем, млн	Оф/Погаш.	Купон	УТМ, %
Рублевые	руб.			
ТМК-Б0-01	5 000	22 окт 13	8,9	9,3
Евробонды	долл.			
TRUBRU'15	412	11 фев 13	5,3	11,4
TRUBRU'18	500	27 янв 18	7,8	11,0

Источники: ММВБ, Bloomberg

Ключевые показатели ТМК

	МСФО, млн долл.				
	1 п/г 2010	2010	1 п/г 11	3 кв 11	2011П
Выручка	2 566	5 579	3 547	1 604	6 844
Валовая прибыль	586	1 293	814	301	1 718
ЕБИТДА расчетная			611	201	
ЕБИТДА опубликованная	415	942	625	202	1 000
Чистая прибыль	67	104	258	21	322
Краткосрочный долг	829	702	539	446	
Долгосрочный долг	2 815	3 170	3 478	3 323	
Общий долг	3 644	3 872	4 017	3 769	
Чистый долг	3 559	3 714	3 846	3 616	3 342
Капитал	1 530	1 637	1 994	1 803	1 879
Активы	6 432	6 862	7 602	6 943	7 754
Валовая рентабельность	22,8	23,2	23,0	18,7	25,1
Рентабельность ЕБИТДА	16,2	16,9	17,2	12,5	14,6
Коэфф. текущей ликвидности	1,1	1,4	1,6	1,7	1,7
Долг/ЕБИТДА		4,1	3,5	3,5	
Чистый долг/ЕБИТДА		3,9	3,3	3,2	3,3
Капитал/Активы	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Капитал/Долг	0,4	0,4	0,5	0,5	
Доля краткосрочного долга	22,7	18,1	13,4	11,8	
Опер. ден. поток	197	386	378	202	321
Ден. поток от инвест. деят.	(162)	(271)	(184)	(111)	(283)
Ден. поток от фин. деят.	(191)	(186)	(180)	(113)	361
Капзатраты	(165)	(314)	(190)	(123)	(350)

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Прогнозируем высокие показатели в североамериканском подразделении. По ожиданиям компании, цены на трубную продукцию в США в 4 кв. 2011 г. – 1 кв. 2012 г. не изменятся (текущий уровень – 2,500–2,600 долл./т), а цены на листовую прокат (основная статья расходов) снизятся, что предполагает рост EBITDA в расчете на тонну продукции. ТМК также ожидает острой конкуренции со стороны Китая на американском рынке сварных труб нефтегазового сортамента.

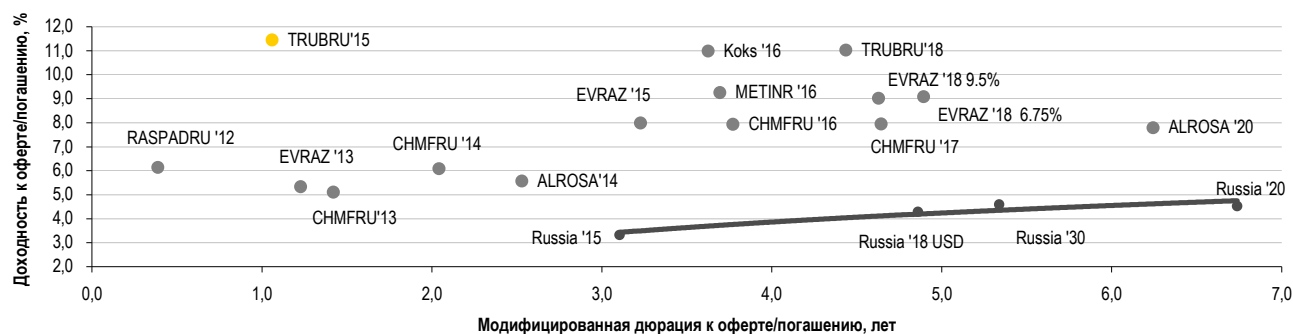
Вероятные последствия вступления России в ВТО. В настоящий момент импортные пошлины на трубы составляют примерно 15–20%, однако в мае 2012 г. они, вероятно, будут снижены до 10%, а в течение следующих трех-четырех лет постепенно уменьшатся до 5%. Впоследствии не исключено даже их обнуление. Кроме того, сейчас в отношении Китая и Украины действуют антидемпинговые пошлины, которые, по всей видимости, останутся в силе после присоединения России к ВТО. По словам представителей ТМК, компания не испытывает острой конкуренции со стороны китайских производителей на российском рынке, поскольку китайцы, как правило, реализуют свою продукцию через дистрибьюторов, которые в России почти не представлены.

Продажи труб большого диаметра и формула ценообразования при поставках Газпрому. ТМК ожидает существенного падения продаж ТБД в России, что, впрочем, будет отчасти компенсировано увеличением продаж в других странах СНГ. Компания рассчитывает на восстановление спроса со стороны Газпрома и Транснефти во 2 п/г 2012 г., когда начнется осуществление таких проектов, как «Бованенково-Ухта», «Южный поток», ВСТО-2 и пр. Однако суммарное потребление ТБД в России по итогам 2012 г., предположительно, сократится на 25–30% до 2,5–2,6 млн т. Цена продукции при поставках ТБД Газпрому исходя из недавно согласованной сторонами формулы определяется с учетом: 1) цен на сырье (железную руду и коксующийся уголь), 2) европейских цен на ТБД, 3) инфляции в России. Раз в полгода цены корректируются.

Долговая нагрузка. На конец 3 кв. 2011 г. общий и чистый долг ТМК составляли 3,8 млрд долл. и 3,6 млрд долл. соответственно, а коэффициенты Долг/LTM EBITDA и Чистый долг/EBITDA равнялись 3,5 и 3,2 соответственно. Согласно ковенантам по выпуску еврооблигаций компании величина последнего коэффициента не должна превышать 3,5, однако в ТМК достаточно уверенно говорят, что это условие в 4 кв. 2011 г. – 1 кв. 2012 г. будет соблюдено. В 3 кв. 2011 г. компания продолжила улучшать структуру долга – доля краткосрочной задолженности снизилась до 11,8% с 13,4% кварталом ранее. Коэффициент текущей ликвидности на конец 3 кв. 2011 г. повысился до комфортного уровня – 1,7, при том что компания обладает 738 млн долл. невыбранных кредитных ресурсов. Пик выплат по долгу (700 млн долл. ежегодно) приходится на 2014–2015 гг., а до того среднегодовая сумма погашений не превышает 400 млн долл.; компании предстоит погасить примерно половину из этих средств, а остальное планируется рефинансировать.

Конвертируемые бонды ТМК привлекательны

Евробондовые выпуски российских металлургических компаний, 28.12.2011



Источник: Bloomberg

Конвертируемые еврооблигации ТМК'15 привлекательны

Основные финансовые показатели компании химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чист. долг / ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Горно-металлургическая промышленность											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 541	1 587	16,6	754	2,1	7 227	4,6	2,7	2,1	0,4
		5 081	1 140	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 414	23,0	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	652	11,3	610	0,9	5 998	9,2	8,6	0,8	0,3
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Горно-металлургическая промышленность											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	2,1	0,4
		7 719	1 595	20,7	505	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,6	2,7	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	0,7	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,15)	7 498	4,0	3,8	0,8	0,3
		706	338	47,9	138	2,23	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,8	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	BBB+/A2/NR	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
	NR	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
	BB-/BB	4 276	1 496	35,0	1 133	0,9	2 926	2,0	1,7	1,5	0,6
	/B1/B+	2 097	637	30,4	393	1,1	1 296	2,0	1,8	1,4	0,5
Горно-металлургическая промышленность											
	B+/B1/BB-	16 695	3 139	18,8	1 200	1,9	7 594	2,4	2,1	1,9	0,4
	BB/Ba2/BB-	16 800	4 200	25,0	1 344	1,7	5 985	1,4	1,0	1,6	0,4
2011П	WR/Ba3/BB+	10 000	1 700	17,0	1 100	1,0	3 625	2,1	1,9	1,4	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	11 900	2 499	21,0	2 000	0,9	3 499	1,4	1,2	2,0	0,7
	NR	12 000	2 723	22,7	800	3,3	11 042	4,1	3,5	1,7	0,5
	B1	13 450	2 339	17,4	1 800	0,4	8 836	3,8	3,6	1,3	0,3
	/B1/B+	854	427	50,0	176	2,0	304	0,7	(0,4)	8,4	0,8
	/Ba3/BB-	8 703	2 959	34,0	460	3,9	5 038	1,7	1,6	1,4	0,4
	B/B2/-	1 814	290	16,0	212	1,5	1 249	4,3	4,0	0,8	0,4
	Ba3	3 560	1 139	32,0	557	0,9	3 462	3,0	2,8	0,7	0,3
	BB-/Ba3/BB-	5 074	2 000	39,4	600	2,3	3 000	1,5	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Горно-металлургическая промышленность											
		20 809	3 637	17,5	1 282	1,7	7 310	2,0	1,7	2,1	0,4
		20 160	4 878	24,2	1 613	1,8	5 732	1,2	0,7	1,7	0,5
2012П		12 000	1 947	16,2	1 320	1,1	3 681	1,9	1,7	1,5	0,6
		13 915	2 857	20,5	2 128	0,9	3 727	1,3	1,2	1,9	0,7
		13 895	3 153	22,7	926	3,0	10 110	3,2	2,5	2,0	0,5
		14 794	2 573	17,4	1 701	1,0	8 886	3,5	3,3	1,4	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	-	-	-	4,0	0,9
		10 540	3 413	32,4	517	4,2	3 094	1,3	0,9	1,8	0,5
		2 015	363	18,0	202	1,8	1 256	3,5	2,8	0,8	0,4
		4 272	1 410	33,0	533	1,2	2 965	2,1	2,0	0,8	0,3
		5 747	1 667	29,0	753	1,5	2 867	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Предыдущие публикации по теме:

Ноябрь 30, 2011 ТМК – Нейтрально для кредитного профиля. Отчетность по МСФО за 3 кв. 2011 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111130_FI_TMK_3Q11%20Review.pdf?docid=12005&lang=ru

Октябрь 13, 2011 ТМК – Торговая идея: высокая доходность при короткой дюрации. Конвертируемые евробонды ТМК'15 привлекательны.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111013_%D0%A2%D0%9C%D0%9A_Euro2015_Trade%20Idea.pdf?docid=11677&lang=ru

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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2011