

### ЖЕЛАНИЕ СОКРАЩАТЬ ДОЛГ ПОКА НЕ ПОДКРЕПЛЕНО ВОЗМОЖНОСТЬЮ

#### Результаты по МСФО за 2011 г. не оправдали ожиданий

**Ниже прогноз.** Опубликованные в пятницу результаты ТМК по МСФО за 2011 г. оказались хуже ожиданий. Выручка за 2011 г. составила 6,8 млрд долл., увеличившись на 21% год к году, при этом за 4 кв. показатель (1,6 млрд долл.) практически не изменился относительно уровня 3 кв. вследствие ухудшения конъюнктуры на рынке труб большого диаметра (ТБД). Показатель EBITDA по итогам года составил 1 млрд долл., что соответствует рентабельности на уровне 15,1% (-1,2 п.п. год к году). При этом отметим, что после провала в 3 кв. 2011 г. (до 12,5%) в 4 кв. рентабельность частично восстановилась, достигнув 13,1%. Чистая прибыль компании по итогам года составила 385 млн долл., увеличившись за год почти в четыре раза, однако позитивным фактором для чистого результата стала отмена убытка от обесценения европейских активов, отраженного в отчетности в 2008–2009 гг. В свете ухудшения конъюнктуры мы понизили прогноз по выручке ТМК на 2012 г., который теперь предполагает ее рост на 5% до 7,1 млрд долл. при EBITDA на уровне 1,1 млрд долл.

**Оптимистический прогноз на 1 кв. и весь 2012 г.** По мнению компании, в 2012 г. растущие расходы российских нефтяных компаний на разведку и добычу углеводородов на фоне высоких цен на нефть будут поддерживать спрос на трубы нефтегазового сортамента и линейные трубы. Спрос на ТБД, как ожидается, будет ниже, чем в 2011 г. По итогам 2012 г. компания ожидает небольшого роста продаж, а также расширения сортамента выпускаемой продукции. Согласно прогнозу ТМК, снизившиеся цены на сырье и увеличение числа позиций в товарной номенклатуре компании позволят восстановить показатель EBITDA в 1 кв. 2012 г., и, как следствие, поднять рентабельность до уровня 1 кв. 2011 г. (17,6%).

**Положительный свободный денежный поток.** По итогам 2011 г. чистый операционный денежный поток составил 787 млн долл., что в два раза превышает показатель предыдущего года. Капзатраты превысили ранее прогнозировавшиеся 300 млн долл. и по итогам года составили 402 млн долл. Совокупный чистый денежный поток ТМК в 2011 г. составил 385 млн долл. Кроме того, в 2011 г. компания выплатила 49 млн долл. в виде дивидендов. ТМК не раскрывает свои планы в отношении инвестиционной программы, однако, по приблизительным оценкам менеджмента, в 2012 г. капзатраты могут увеличиться на 10–20% относительно показателя 2011 г. и будут полностью профинансированы из операционного денежного потока.

**Долговая нагрузка остается высокой.** Общий и чистый долг компании за год сократились на 2% до 3,8 млрд долл. и 4% до 3,6 млрд долл. соответственно, что позволило снизить отношение Чистый долг/EBITDA с 4,1 до 3,5 (по показателю EBITDA, рассчитываемому компанией, – до 3,4). Вместе с тем за последний квар-

#### Обращающиеся выпуски

TRUBRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ТМК '15	413 \$	5,25	11 фев 13	5,09
ТМК '18	500 \$	7,75	27 янв 18	7,81
ТМК БО-1	5000 R	8,85	22 окт 13	9,00

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые показатели ТМК

МСФО, млн долл.				
	2010	4 кв 11	2011	2012П
Выручка	5579	1 602	6 754	7 085
Валовая прибыль	1293	331	1 446	
EBITDA	911	210	1 022	1 122
EBITDA, рассчит. компанией	942	223	1 050	
Чистая прибыль	104	106	385	
Краткосрочный долг	702		599	
Долгосрочный долг	3170		3 188	
Общий долг	3872		3 787	
Чистый долг	3714		3 556	3 253
Капитал	1637		1 825	
Активы	6862		7 132	
Валовая рентабельность, %	23,2	20,7	21,4	
Рентабельность EBITDA, %	16,9	13,1	15,1	15,8
Коэфф. текущ. ликвидности	1,4		1,5	
Долг / EBITDA	4,1		3,7	
Чистый долг / EBITDA	3,9		3,5	2,9
Капитал / Активы	0,2		0,3	
Капитал / Долг	0,4		0,5	
Доля краткосрочного долга, %	18,1		15,8	
Операц. денежный поток	386	207	787	806
Денежный поток от инв. деят.	(271)	(83)	(377)	
Денежный поток от фин. деят.	(186)	(41)	(335)	
Капзатраты	(314)	(89)	(402)	(450)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Результаты по МСФО за 2011 г. не оправдали ожиданий

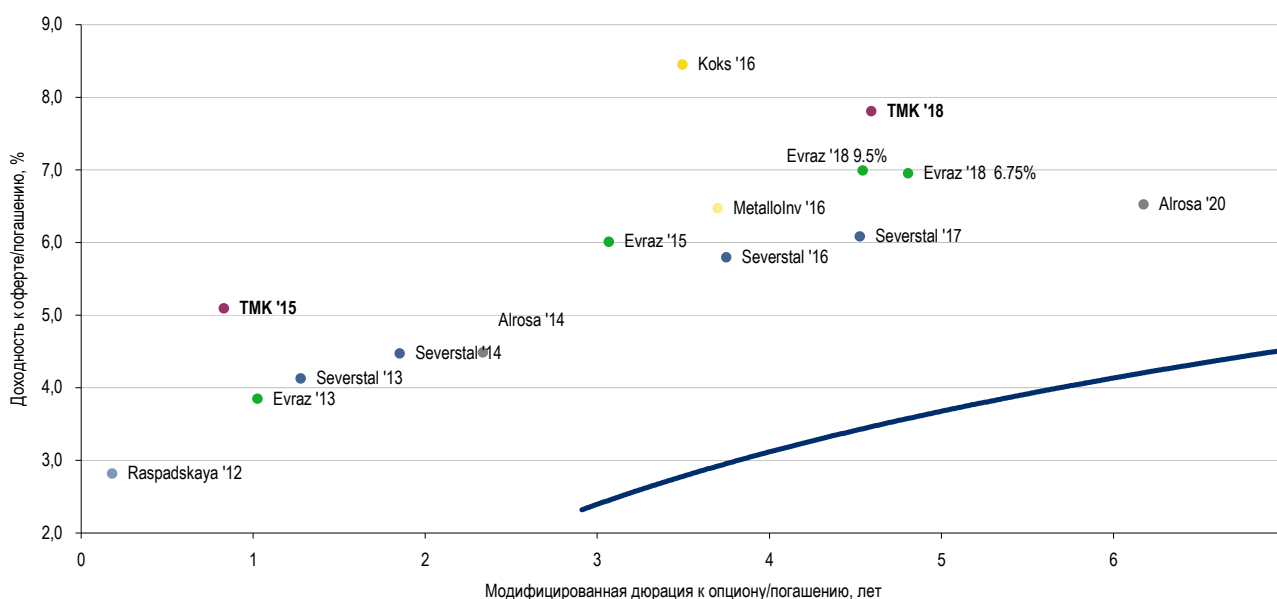
тал указанный коэффициент вырос (на конец сентября он составлял 3,2). Отношение общего долга компании к EBITDA по итогам года составило 3,7 (3,6 по расчетам компании), что, как мы понимаем, превышает уровень, установленный ковенантой по выпуску евробондов. Впрочем, как сообщил менеджмент, компания имеет возможность привлекать новое финансирование, хотя сейчас не видит в этом необходимости, считая своей главной целью снижение долга и долговой нагрузки. Напомним, что ранее менеджмент указал в качестве одного из основных приоритетов сокращение долговой нагрузки до 2,0 в терминах Чистый долг/EBITDA, что на данном этапе, на наш взгляд, труднореализуемо.

**Пик долговых выплат компании приходится на 2014–2015 гг.** Долг компании на 72% представлен банковскими кредитами, оставшаяся часть – рублевыми облигациями и евробондами. Средневзвешенная номинальная ставка по обслуживанию долга к концу 2011 г. снизилась до 6,92%. В обозримой перспективе изменение ставок не будет оказывать существенного влияния на компанию, так как 84% общей суммы долга приходится на обязательства с фиксированной ставкой. На конец года доля краткосрочной задолженности составила 16%, что хотя и превышает уровень показателя на 3 кв. 2011 г. (12%), все равно выглядит комфортно. Всего в 2012 г. компании предстоит погасить около 553 млн долл., а пик выплат приходится на 2014–2015 гг. (около 700 млн долл. в год).

**Еврооблигации сохраняют привлекательность.** Доходность евробонда TRUBRU'18 (модиф. дюр. 4,6 года; YTM @ 7,81%) – одна из самых высоких среди бумаг российских металлургов, и выпуск выглядит привлекательно. Несмотря на более значительный кредитный риск по сравнению с Евразом, ТМК лишь на одну ступень отстает от него по рейтингам, к тому же рублевые облигации этих компаний торгуются почти на одной кривой. Отдельно отметим конвертируемый в акции выпуск TRUBRU'15 (модиф. дюр. 0,83 года; YTP @ 5,1%) – несмотря на снижение доходности до минимальных уровней с начала распродаж в августе 2011 г., мы считаем, что потенциал роста цены еще не исчерпан на фоне ожиданий дальнейшего восстановления на рынке акций и повышенной корреляции котировок акций и облигаций компании.

### Еврооблигации ТМК сохраняют привлекательность

Еврооблигации российских металлургических компаний, 16.03.2012



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

### Нефть и газ

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

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

### Стратегия

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

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru  
Алексей Андреев, andreevae@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  
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 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 2012