

## ТМК

### Вырастет нефть – вырастет и спрос

- Резкое снижение цен на нефть и стремление сохранить дорогую наличность** заставило российские нефтяные компании пересмотреть свои инвестиционные программы на 2009 год в сторону понижения. Это неизбежно будет способствовать падению спроса на продукцию ТМК в текущем году, поскольку большую часть выручки компания получает именно от нефтегазового сектора.
- В 2008 г. выпуск труб у ТМК без учета консолидации IPSCO упал на 11 %. В 2009 г. мы ожидаем снижение производства еще на 18 % г-к-г** как по сегменту сварных, так и по сегменту бесшовных труб. Единственный сегмент, где возможен рост – это сварные трубы большого диаметра (ТБД). Уровень производства предыдущего года будет восстановлен в 2010 г., полное восстановление производства ожидается с 2011 г. Цены на бесшовные трубы ТМК в 2009 г., согласно нашим ожиданиям, снизятся на 30-40 %.
- Долговая нагрузка ТМК в текущих условиях представляется достаточно высокой, что делает сами по себе акции компании ставкой с достаточно высоким уровнем лeverеджа. Общий долг компании составляет \$ 3.5 млрд, краткосрочный долг (после привлечения кредита от Газпромбанка) – около \$ 1 млрд.** Мы оцениваем свободный денежный поток компании в 2009 г. в \$ 600-800 млн, поэтому ТМК в любом случае придется привлекать внешнее финансирование для исполнения краткосрочных обязательств. Однако размер этого финансирования не слишком велик, и вероятность дефолта по краткосрочным обязательствам ТМК мы считаем невысокой.
- Мы ожидаем, что в текущем году выручка компании снизится на 20 % до \$ 4.6 млрд, EBITDA – на 50 % до \$ 536 млн; при этом рентабельность по EBITDA упадет с 18 % в 2008 г. до 12 %.** В российском сегменте компании ожидается более значительное снижение рентабельности EBITDA – с 16 % до 6 %.
- Значимой и, вероятно, недооцененной рынком частью общей стоимости компании являются североамериканские активы IPSCO, стоимость которых мы оцениваем в \$ 697 млн, или в \$ 0.8 на акцию ТМК.** Отметим, что, в отличие от мощностей по производству стали, трубные активы в Северной Америке менее подвержены ухудшению рыночной конъюнктуры из-за по-прежнему весьма высокого спроса на свою продукцию.
- Основным драйвером роста стоимости акций ТМК, на наш взгляд, будет являться восстановление спроса со стороны нефтегазового сектора, которое станет возможным в случае появления признаков восстановления рынка нефти.** Увеличение производственных показателей, которое мы ожидаем во второй половине с. г., и должно стать основным катализатором роста акций ТМК.
- Согласно нашим расчетам, целевая стоимость одной акции ТМК составляет \$ 1.83, что подразумевает потенциал роста в 76 % к текущей стоимости бумаги и соответствует рекомендации «покупать».**

## Акции

### Трубная промышленность

Волов Юрий

Кучеров Андрей

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)
[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)

#### Основные данные

Код РТС	ТМК
Цена акции \$	1.04
Капитализация млн. \$	908
EV млн. \$	4 408
Целевая цена \$	1.83
Потенциал %	76%
Рекомендация	Покупать

#### Динамика акций



#### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008O	2009П	2010П
Выручка	5 814	4 636	5 849
ЕБИТДА	1 043	536	897
Прибыль	513	89	365
EV/ЕБИТДА	4.2	8.2	4.9
EV/S	0.8	1.0	0.8
P/E	1.8	10.2	2.5
Рентабельность			
По ЕБИТДА	17.9%	11.6%	15.3%
Чистая	8.8%	1.9%	6.2%

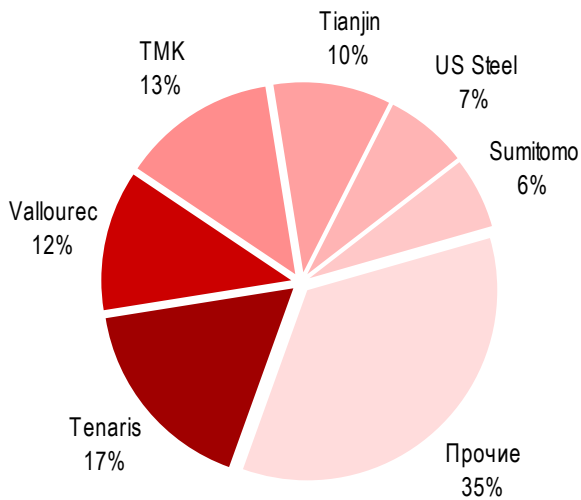
#### Акционеры

	Доля%
Д. Пумпянский	77.0%
Прочие	23.0%

### Описание компании

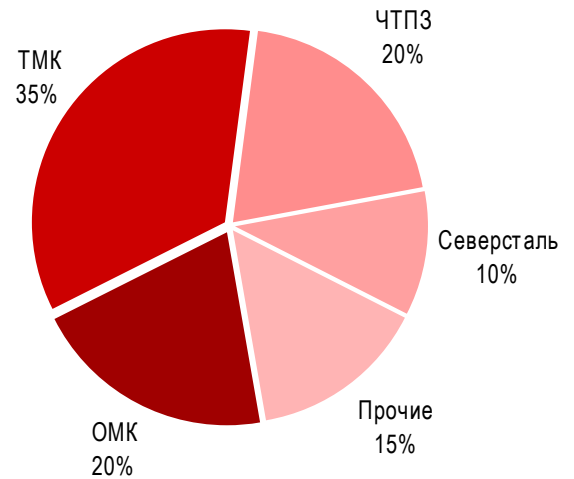
ТМК – лидирующая компания в России по производству труб с долей выпуска около 35%. Большую часть выручки ТМК (порядка 90%) составляет выручка от продажи труб нефтегазовым компаниям. ТМК имеет серьезные позиции на мировом рынке OCTG труб (нарезные трубы нефтегазового сортамента – обсадные, насосно-компрессорные, бурильные), который характеризуется высокой концентрацией производителей, значительными входными барьерами, а также высокой рентабельностью относительно остального рынка трубной продукции. В 2007 г. доля ТМК на этом рынке составила 13% (включая приобретенные трубные активы IPSCO).

Мировой рынок OCTG труб в 2007 г.



Источник: данные компании

Производство труб в РФ в 2008 г.



Источник: Metall-Kuryer

Группа ТМК была создана в 2001 г. Основным владельцем Группы является Дмитрий Пумпянский, который контролирует 76.98% ее акций. Дочерним компаниям ТМК принадлежит 0.13% акций, в свободном обращении находится 22.89%. Около 90% акций, находящихся в свободном обращении, существуют в виде ГДР и обращаются на Лондонской фондовой бирже.

### Стратегия компании

Приоритетным направлением развития компании является сегмент бесшовных нарезных и линейных труб нефтегазового сортамента. Данный вид продукции, по мнению компании, является высокорентабельным и обладает потенциалом рыночного спроса. ТМК намерена нарастить выпуск сварных магистральных труб большого диаметра для нефтегазовой отрасли. Также компания планирует закрепиться на рынке сварных труб промышленного назначения без существенных капиталовложений.

### Структура ТМК

Основные активы ТМК по производству труб расположены в России, также компания имеет заводы в Румынии, Казахстане, а в июне 2008 г. приобрела трубные активы IPSCO и NS Group в Северной Америке.

## Рынок труб в России

Трубная продукция традиционно подразделяется на два основных вида – бесшовные и сварные трубы.

Бесшовные трубы изготавливаются прокаткой трубной заготовки на оборудовании, создающем отверстие по центру. Бесшовные трубы отличаются повышенной прочностью и надежностью.

Бесшовные трубы подразделяются на трубы нефтегазового сортамента (бурильные, обсадные, трубы для ремонта скважин, насосно-компрессорные трубы), линейные трубы (строительство нефтегазопроводов для транспортировки на небольшие расстояния сырой нефти, нефтепродуктов и газов) и трубы промышленного назначения (применяются в машиностроении, химической и нефтехимической промышленности, в энергетике, автомобилестроении, для строительства водо- и воздухопроводов).

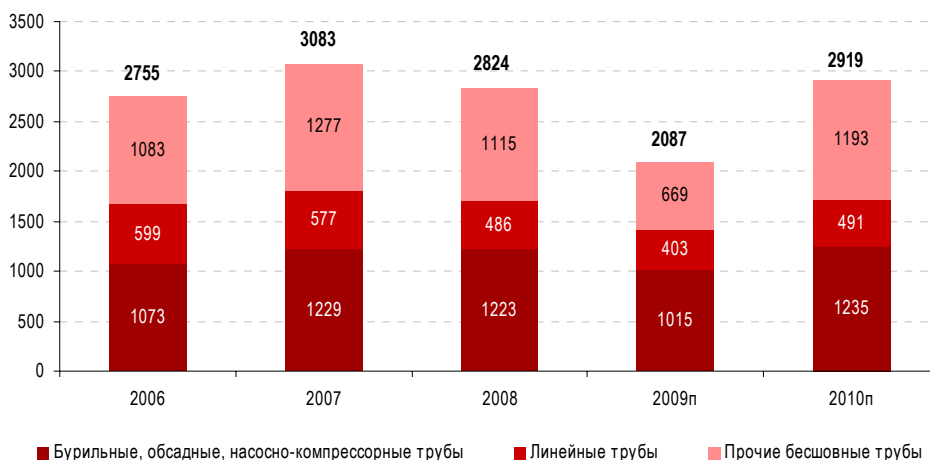
Сварные трубы подразделяются на прямошовные и спиральношовные. Прямошовные трубы изготавливаются из стальной полосы с одним швом, соединяющим две кромки прокатного листа, спиральношовные сварные трубы производятся методом сварки рулонной или листовой стали. Сварные трубы подразделяются на следующие виды:

- трубы большого диаметра (для транспортировки нефти газа на большие расстояния);
- сварные трубы промышленного назначения (применяются в промышленности, строительстве, водопроводных коммуникациях);
- сварные трубы нефтегазового назначения.

## Бесшовные трубы

В 2008 г. потребление бесшовных труб в РФ по сравнению с 2007 г. снизилось на 8 % и составило 2824 тыс. т. При этом 57 % потребления бесшовных труб обеспечили компании нефтегазового сектора. Закупки бурильных, обсадных и насосно-компрессорных труб практически не изменились, потребление линейных нефтегазопроводных труб снизилось на 16 %. Оставшуюся часть рынка бесшовных труб в основном составляют трубы промышленного назначения, потребление которых по сравнению с 2007 г. снизилось на 13 %.

Потребление бесшовных труб в России, тыс. т

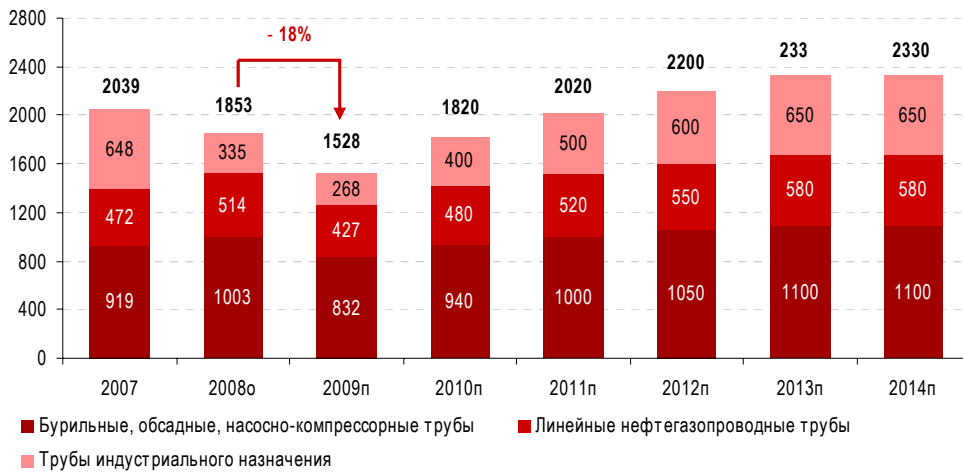


Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Аналитики Банка Москвы по нефтегазовому сектору прогнозируют снижение капитальных затрат нефтяными компаниями на нефтесервисную отрасль в 2009 г. на 38 %, при этом затраты на капитальный ремонт сократятся на 20 %, затраты на бурение и геологоразведку – на 47 %, на технологические услуги – на 35 %. Снижение данных капзатрат, на наш взгляд, неизбежно приведет к сокращению физических объемов потребления бесшовных труб в 2009 г. Мы прогнозируем, что потребление бурильных, обсадных, насосно-компрессорных, линейных нефтегазопроводных труб в 2009 г. в количественном выражении уменьшится на 17 %, а потребление бесшовных труб промышленного назначения – на 40 % г-к-г. Общее снижение потребления бесшовных труб в 2009 г. должно составить 26 %. Вернуться на уровни 2008 г. потребление бесшовных труб может в 2010 г. с восстановлением инвестиционной активности в нефтегазовой и других отраслях промышленности.

Снижение закупок бесшовных труб в 2009 г. неизбежно коснется производственных показателей заводов ТМК в России и Румынии. Мы прогнозируем сокращение производства бесшовных труб в 2009 г. на 18 %, при этом производство бурильных, обсадных, насосно-компрессорных и линейных нефтегазопроводных труб снизится на 17 %, труб промышленного назначения – на 20 %. К 2010 г. мы ожидаем восстановления производства до уровня производства, близкого к показателям 2008 г., а к 2011 г. – до уровня 2007 г.

## ТМК: производство бесшовных труб на российских и румынских заводах, тыс. т

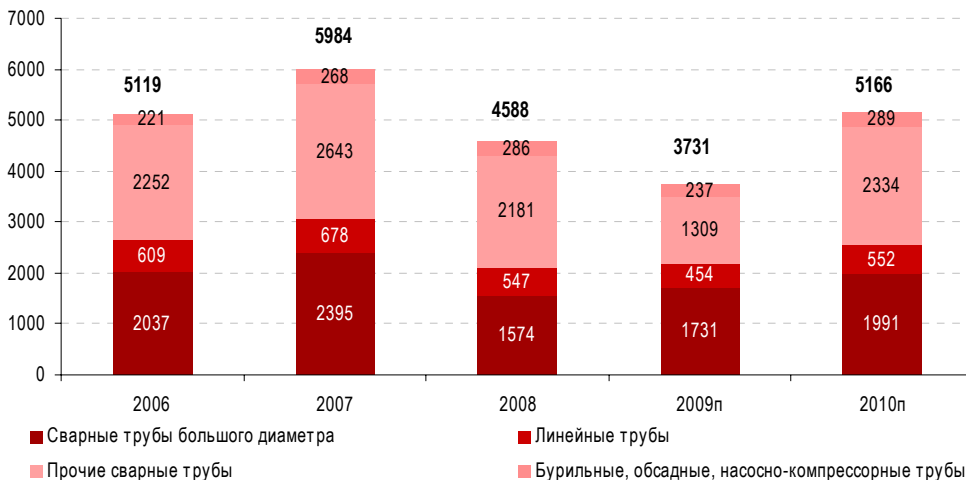


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Сварные трубы

В 2008 г. потребление сварных труб в РФ по сравнению с 2007 г. упало на 23 % и составило 4.6 млн т. Рынок сварных труб подразделяется на три основных составляющих – 34 % рынка занимают трубы большого диаметра (ТБД), используемые для строительства магистральных нефтегазопроводов, 48 % – трубы промышленного назначения, оставшаяся часть – это бурильные, обсадные, насосно-компрессорные и линейные нефтегазопроводные трубы.

## Потребление сварных труб в России, тыс. т



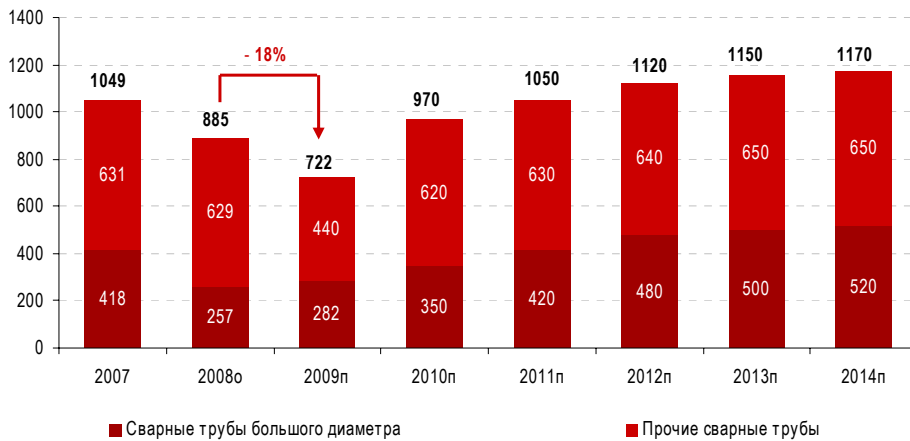
Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основными потребителями ТБД являются госмонополии Газпром и Транснефть. Поскольку строительство магистральных нефтегазопроводов имеет не только экономическое, но и политическое значение, мы не ожидаем сокращения потребления ТБД в 2009 г. Мы полагаем, что рост рынка ТБД в 2009 г. составит 10 %, а в 2010 г. – 15 %.

В отличие от рынка ТБД, мы пессимистично смотрим на рынок сварных труб промышленного назначения. Потребление данного вида труб в 2009 г., по нашим прогнозам, снизится на 40 %. Падение объемов потребления бурильных, обсадных, насосно-компрессорных и линейных нефтегазопроводных труб будет соответствовать динамике такого же сегмента бесшовных труб и составит 17 %. В 2010 г. рынок труб промышленного и нефтегазового назначения должен вернуться на уровень 2008 г.

На наш взгляд, ТМК удастся воспользоваться ростом рынка ТБД и увеличит производство труб большого диаметра в 2009 г. на 10 %, производство прочих сварных труб снизится на 30 % г-к-г.

## ТМК: производство сварных труб на российских и румынских заводах, тыс. т



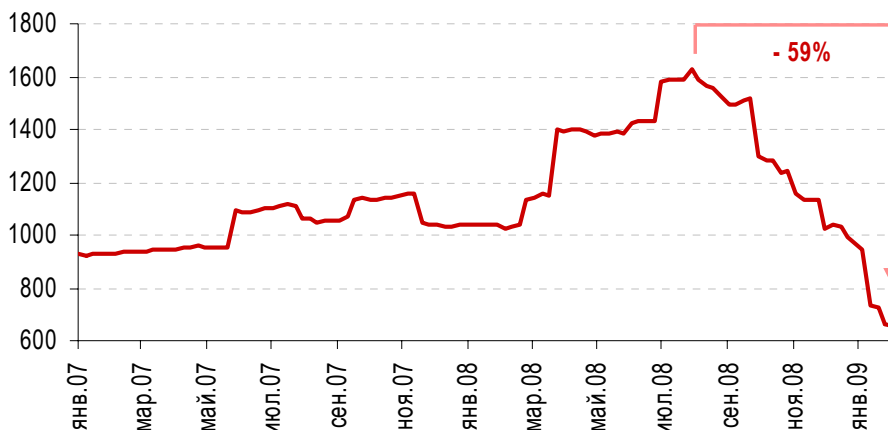
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Цены

## Бесшовные трубы

По данным журнала Металл-Курьер, цены на бесшовные трубы общего назначения с июльского пика упали на 59%. В январе снижение цен в рублевом выражении продолжилось и составило 18%: по сравнению с уровнем начала года в долларовом выражении цены снизились примерно на треть. Трубы общего назначения используются в основном в индустриальном секторе, где из-за финансового кризиса резко уменьшился спрос на данный вид продукции.

## Динамика цен на бесшовные трубы общего назначения, \$/т



Источник: Металл-Курьер

Мы полагаем, что из-за снижения капитальных затрат на нефтесервис в 2009 г. будет также наблюдаться падение спроса на бесшовные бурильные, обсадные, насосно-компрессорные, нефтегазопроводные трубы. Средние цены на бесшовные трубы в 2009 г. уменьшатся на 40% г-к-г в долларовом выражении, в 2010 г. цены на бесшовные трубы должны вернуться на уровень средних цен 2007 г.

## Средние цены реализации бесшовных труб ТМК, \$/т

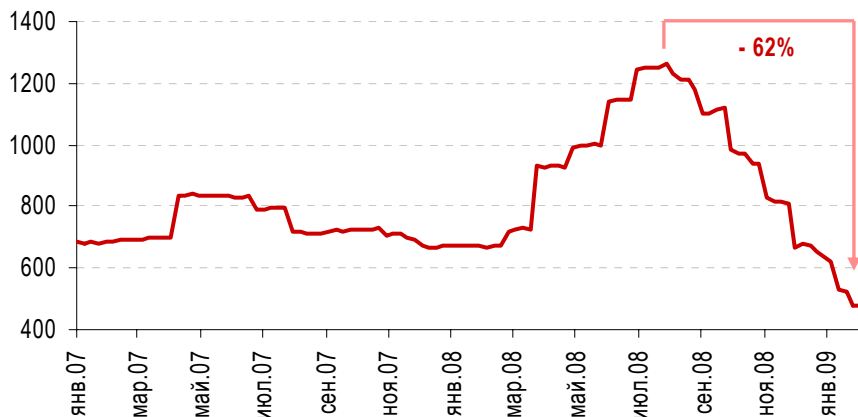
	2007	2008о	2009п	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п	
Цены на бесшовные трубы	1397	1799	1101	1377	1514	1652	1721	1721	
Изменение г-к-г		22%	29%	-39%	25%	10%	9%	4%	0%

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Сварные трубы

Динамика цен на сварные трубы общего назначения с середины 2008 г. была схожа с динамикой цен на бесшовные трубы общего назначения. С июльского пика цены на данный вид труб также упали на 62%. С начала 2009 г. цены в рублевом выражении снизились на 9% мес-к-мес, в долларовом выражении цены сократились 27%. Сварные трубы общего назначения также используются в основном в индустриальном секторе.

Динамика цен на сварные трубы общего назначения, \$/т



Источник: Металл-Курьер

По нашим оценкам, снижение цен на сварные трубы для индустриального, нефтегазового секторов в 2009 г. составит 36% г-к-г. Снижение цен на сварные трубы большого диаметра будет немного меньше и составит в 2009 г. 30% г-к-г. К 2010 г. уровень цен должен восстановиться до средних значений 2007 г.

## Средние цены сварных труб\*, \$/т

	2007	2008	2009п	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п
Цены на сварные трубы	738	943	600	650	700	750	800	800
Изменение г-к-г	20%	28%	-36%	8%	8%	7%	7%	0%

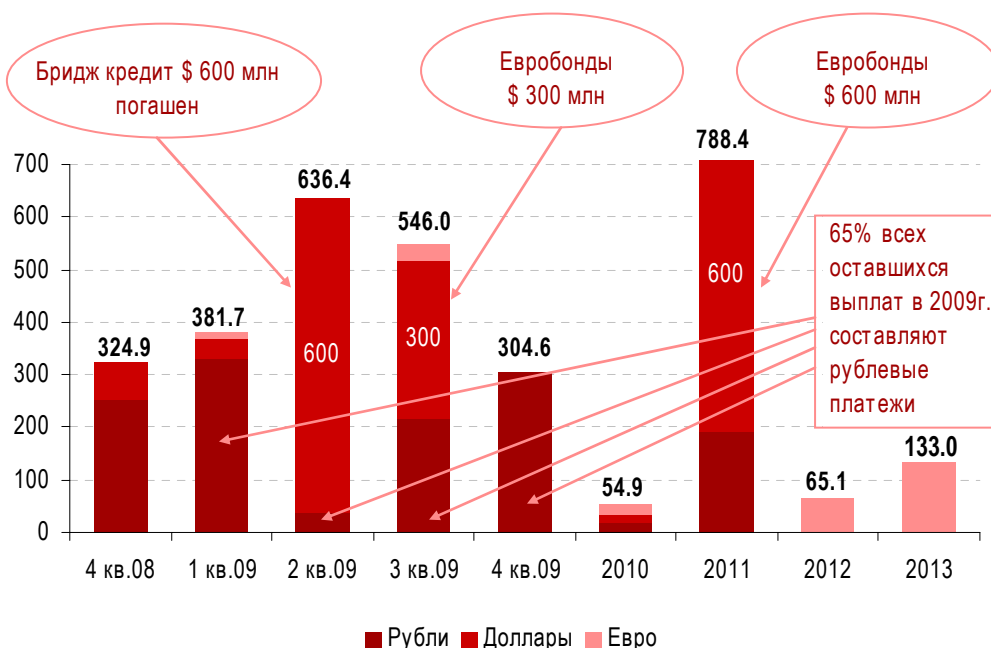
\* - сварные трубы общего назначения – ГОСТ 10704(5), 133-159 мм, сталь

Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

## Задолженность компании

По заявлениям менеджмента ТМК, текущий валовой долг компании составляет \$ 3.5 млрд, при этом краткосрочные обязательства составляют \$ 1 млрд. По состоянию на 31 октября 2008 г. компания представила следующий график выплат по долгам, согласно которому значительную часть задолженности предстояло выплатить во 2-м и 3-м квартале 2009 г, а также в 2011 г.

График погашения задолженности ТМК на 31 октября 2008 г. (\$ млн)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

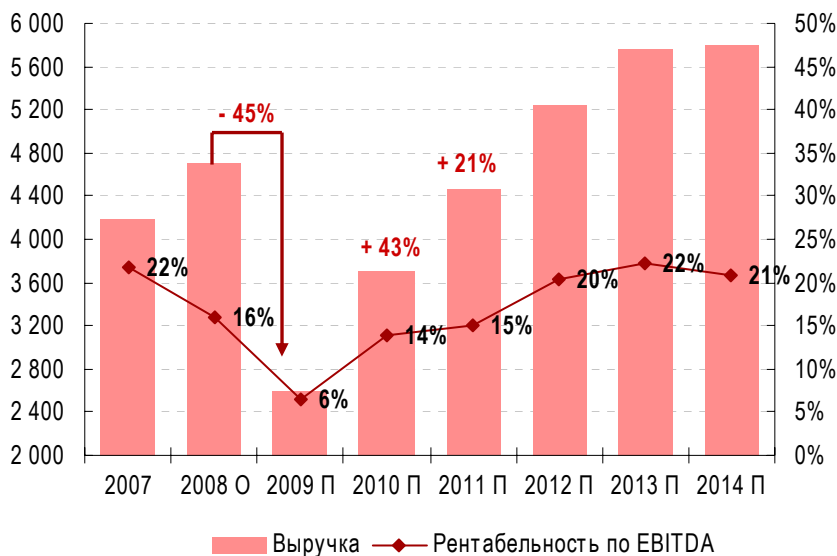
В начале февраля ТМК сообщила, что привлекла кредит на \$ 1.1 млрд от Газпромбанка на 2.5 года и полностью погасила бридж-кредит в размере \$ 600 млн, выплаты по которому должны были состояться во 2-м квартале. В 3-м квартале 2009 г. компания должна погасить задолженность \$ 300 млн по евробондам.

По нашим оценкам, рублевые выплаты ТМК в 2009 г. составляют около 65 % всех оставшихся выплат за этот период. Благодаря девальвации рубля компании удастся сэкономить около \$ 200 млн. В 2009 г. мы оцениваем свободный денежный поток ТМК в \$ 600-800 млн, поэтому компании вероятно придется привлечь дополнительное внешнее финансирование для рефинансирования краткосрочных обязательств. Однако размер этого финансирования не слишком велик, и вероятность дефолта по краткосрочным обязательствам ТМК мы считаем крайне низкой.

### Финансовые показатели российских и румынских активов ТМК

Текущий год обещает стать наихудшим для компании в ее истории с точки зрения финансовых показателей. По нашим оценкам, выручка российских и румынских активов ТМК снизится на 45 % и составит \$ 2.6 млрд, при этом рентабельность по EBITDA с 16 % в 2008 г. упадет до 6 %. С 2010 г. ожидается восстановление финансовых показателей российского и румынского сегмента – выручка вырастет на 43 % г-к-г, рентабельность по EBITDA возрастет более чем в 2 раза до 14 %. Полное восстановление финансовых показателей сегмента до уровня 2007-2008 гг. мы ожидаем только с 2011 г. Долгосрочные финансовые показатели сегмента (с 2013 г.), по нашим оценкам, составят \$ 5.6-5.8 млрд по выручке, \$ 1.2-1.3 по EBITDA, при 20-22%-ной рентабельности.

#### Финансовые показатели российских и румынских активов ТМК, \$ млн



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Североамериканские активы ТМК

В марте 2008 г. ТМК объявила о покупке трубного бизнеса IPSCO у Евраз, который, в свою очередь, приобрел данные активы в рамках более широкой сделки с SSAB. В соответствии с достигнутыми соглашениями, ТМК приобрела 100 % IPSCO Tubulars Inc. и 51 % NS Group Inc. за \$ 1.2 млрд. В начале 2009 г. ТМК реализовала опцион колл на покупку оставшейся доли NS Group Inc. у Евраз Групп за \$ 0.5 млрд (Евраз имел опцион пут на продажу этого же актива ТМК после 22 октября с. г.). Таким образом, в общей сложности североамериканские трубные активы обошлись ТМК в \$ 1.7 млрд. Согласно заявлениям компании, данная покупка позволила ТМК выйти на североамериканский трубный рынок, увеличить производство труб нефтегазового сортамента и значительно расширить ассортимент производимой продукции.

Североамериканские активы ТМК включают десять производственных площадок, расположенных в семи штатах США. Общая производственная мощность по производству бесшовных труб составляет 300 тыс. т в год, сварных – 700 тыс. т в год. Также имеются мощности по термической обработке, нарезке и созданию резьбовых соединений класса «Премиум». На наш взгляд, дополнительным преимуществом покупки североамериканских активов является получение новых технологий по производству труб и резьбовых соединений.

В связи с нехваткой детализированной информации по IPSCO мы не включали североамериканские активы в нашу DCF-модель и оцениваем их отдельно. За основу оценки активов мы взяли первоначальную стоимость покупки – \$ 1.7 млрд, а также динамику стоимости активов-аналогов с момента приобретения IPSCO. Сопоставимыми аналогами мы считаем трубные компании Vallourec и

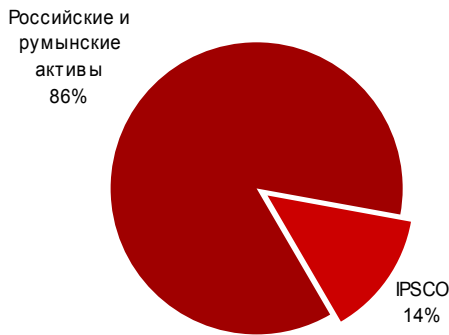
Tenaris. С момента объявления соглашения о покупке IPSCO 14 марта 2008 г. на текущий момент рыночная стоимость Vallourec и Tenaris с учетом долга в среднем снизилась на 59%. Мы считаем логичным предположение, что стоимость североамериканских активов ТМК также снизилась на 59% до \$ 697 млн, что соответствует \$ 0.8 на акцию ТМК.

По нашим оценкам, показатели EBITDA активов IPSCO в 2008 г. составят \$ 280-300 млн, в 2009 г. – \$ 400-450 млн. Чистая прибыль будет находиться на уровне \$ 160-170 млн и \$ 200-230 млн. соответственно. Отметим, что в отличие от Североамериканских активов российских металлургов в секторе черной металлургии, трубные активы IPSCO в 2009 г. станут не обузой, а значимым источником денежных средств для ТМК в связи с относительно устойчивым спросом и ценами на трубы в Северной Америке.

### Оценка компании

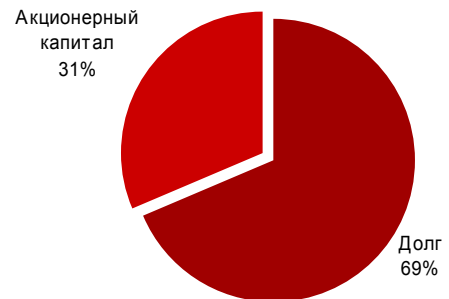
Оценка активов ТМК без учета IPSCO проводилась методом DCF, а ставка дисконтирования денежных потоков (WACC) составила 16.4%. Стоимость активов «старой» ТМК с учетом общего долга компании, по нашей оценке, составляет \$ 1.03 на акцию, что в совокупности со стоимостью IPSCO в \$ 0.8 на акцию ТМК соответствует общей целевой стоимости \$ 1.83 за 1 акцию. Стоит отметить, что без учета \$ 3.5-миллиардного долга, который мы полностью учитываем в составе «старой» ТМК, российские и румынские активы составили бы примерно 86% общей стоимости компании, а активы IPSCO – 14%.

### Структура стоимости активов ТМК (по целевой оценке)



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

### Структура капитала ТМК (по целевой оценке)



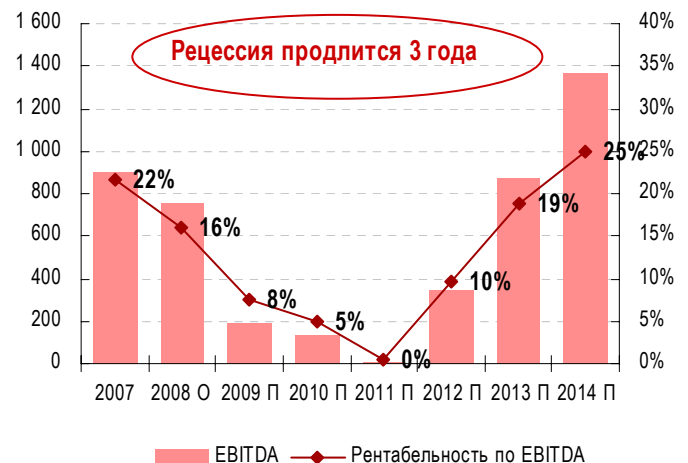
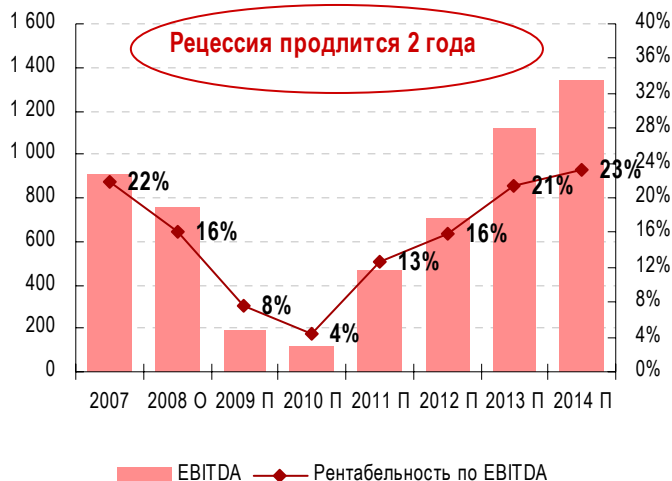
Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Кроме того, следует отметить, что ТМК на сегодняшний день является компанией с преобладающей долей долга в общей структуре капитала, что подразумевает высокую чувствительность стоимости акций компании к изменению рыночной конъюнктуры.

### Основные риски

Наш основной сценарий предполагает, что восстановление трубного рынка начнется с восстановлением цен на нефть, которое мы ожидаем во второй половине 2009 г. При этом у акций компании существует значительный потенциал роста к справедливой стоимости, и мы рекомендуем «покупать» бумаги ТМК.

### Финансовые показатели ТМК (без учета IPSCO) в случае двух альтернативных сценариев, \$ млн



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В случае же если наши ожидания окажутся ошибочными и восстановление рынка труб отложится на вторую половину 2010 г., компания будет вынуждена провести еще один год в условиях беспрецедентно низкой загрузки мощностей и, как следствие, низкой рентабельности. В этом случае, по нашим оценкам, справедливая стоимость акций ТМК упадет до \$ 1.33 за бумагу, что близко к их текущей рыночной стоимости. Отметим также, что даже в этом случае у компании не ожидается каких-либо серьезных проблем с исполнением долговых обязательств: уровень задолженности ТМК с погашением в 2010 г. весьма невелик.

Более проблемным для компании стал бы вариант продолжительной рецессии, при которой восстановление рынка начнется лишь со 2-го полугодия 2011 г. Данный сценарий предполагает уровень производства и цен в 2010-2011 гг. на уровне 2009 г. В этом случае, по нашим оценкам, справедливая стоимость ТМК упадет до \$ 0.67 за акцию, а компания может столкнуться с существенными сложностями с погашением или рефинансированием значительного количества долговых обязательств, приходящихся на 2011 и 2012 гг.

Сценарий	Описание сценария	Целевая цена, \$ за акцию
Базовый	Восстановление начнется со второй половины 2009г.	1.83
Консервативный	Рецессия продлится 2 года, восстановление начнется со второй половины 2010г.	1.33
Пессимистичный	Рецессия продлится 3 года, восстановление начнется со второй половины 2011г.	0.67

## Основные мультипликаторы

Компания	Мсap \$ млн	EV \$ млн	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
			2008O	2009П	2010П	2008O	2009П	2010П	2008O	2009П	2010П
Tenaris	12193	14253	5.2	7.4	8.1	3.7	4.4	5.1	1.2	1.4	1.5
Vallourec	5197	6161	4.3	5.6	6.2	2.9	3.5	3.7	0.7	0.8	0.8
<b>Среднее</b>			<b>4.7</b>	<b>6.5</b>	<b>7.1</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
<b>ТМК</b>	<b>908</b>	<b>4 408</b>	<b>1.8</b>	<b>10.2</b>	<b>2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>8.2</b>	<b>4.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
(дисконт)/премия			-63%	58%	-65%	30%	107%	12%	-21%	-15%	-36%

Источники: консенсус-прогноз Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Сравнение ТМК по методу мультипликаторов с компаниями-аналогами не дает однозначной картины. По мультипликатору EV/EBITDA ТМК торгуется с премией к рынку, однако по мультипликатору EV/SALES текущая оценка предполагает дисконт. По мультипликатору P/E в 2008 и 2010 г. ТМК торгуется с существенным дисконтом, а в 2009 г. – с премией. Поскольку однозначной картины не наблюдается, мы не придаем большого значения оценке по методу мультипликаторов.

## Модель DCF (без учета активов IPSCO)

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008 O	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>4 179</b>	<b>4 699</b>	<b>2 589</b>	<b>3 699</b>	<b>4 460</b>	<b>5 243</b>	<b>5 760</b>	<b>5 801</b>
Темп роста (%)		12%	-45%	43%	21%	18%	10%	1%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>908</b>	<b>753</b>	<b>168</b>	<b>510</b>	<b>666</b>	<b>1 063</b>	<b>1 280</b>	<b>1 207</b>
Рентабельность (%)	22%	16%	6%	14%	15%	20%	22%	21%
<b>ЕБИТ</b>	<b>768</b>	<b>581</b>	<b>-2</b>	<b>339</b>	<b>491</b>	<b>884</b>	<b>1 097</b>	<b>1 021</b>
Рентабельность (%)	18%	12%	0%	9%	11%	17%	19%	18%
-Налоги на прибыль	0	140	0	68	98	177	219	204
<b>НОРАТ</b>	<b>768</b>	<b>442</b>	<b>-2</b>	<b>271</b>	<b>393</b>	<b>707</b>	<b>878</b>	<b>817</b>
+ Амортизация	140	171	169	171	175	179	183	187
- Капвложения	-662	-750	-120	-200	-235	-241	-246	-252
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-339	-204	471	-201	52	-97	-67	-11
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-93</b>	<b>-341</b>	<b>519</b>	<b>41</b>	<b>385</b>	<b>549</b>	<b>748</b>	<b>740</b>

### Основные предположения

WACC	16.4%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	300
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.30
Безрисковая ставка	7.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>20.9%</b>
Стоимость долга	12.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>9.6%</b>
<b>WACC</b>	<b>16.4%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 941
Конечная стоимость	5 249
Приведенная конечная стоимость	2 458
Стоимость денежных потоков	4 399
Текущий чистый долг (наличность)	3 500
IPSCO	697
Чистая стоимость компании	1 596
Количество акций (млн.)	873
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>1.83</b>

### Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	14.9%	15.4%	15.9%	16.4%	16.9%	17.4%	17.9%
3.5%	2.94	2.67	2.43	2.20	1.99	1.80	1.62
3.0%	2.76	2.51	2.28	2.07	1.87	1.69	1.52
2.5%	2.60	2.36	2.14	1.94	1.76	1.58	1.42
<b>2.0%</b>	2.44	2.22	2.02	<b>1.83</b>	1.65	1.49	1.33
1.5%	2.30	2.09	1.90	1.72	1.55	1.39	1.25
1.0%	2.17	1.97	1.79	1.62	1.46	1.31	1.17
0.5%	2.05	1.86	1.69	1.52	1.37	1.23	1.09

### Специфический риск эмитента

	1.0%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.5%

### Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Отчетность ТМК по МСФО и прогнозы (без учета активов IPSCO)

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>4 179</b>	<b>4 699</b>	<b>2 589</b>	<b>3 699</b>	<b>4 460</b>	<b>5 243</b>	<b>5 760</b>	5 801
Операционные расходы	3 271	3 946	2 422	3 189	3 794	4 180	4 480	4 594
Амортизация	140	171	169	171	175	179	183	187
Операционная прибыль	768	581	- 2	339	491	884	1 097	1 021
<b>ЕБИТДА</b>	<b>908</b>	<b>753</b>	<b>168</b>	<b>510</b>	<b>666</b>	<b>1 063</b>	<b>1 280</b>	1 207
Чистые процентные расходы	105	110	147	144	145	149	153	157
Прочие расходы (доходы)	- 36	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	699	471	- 149	195	346	735	944	864
Налоги на прибыль	192	113	- 30	39	69	147	189	173
Доля миноритариев	19	15	- 5	6	11	24	31	28
<b>Чистая прибыль</b>	<b>487</b>	<b>343</b>	<b>- 114</b>	<b>150</b>	<b>265</b>	<b>564</b>	<b>725</b>	<b>663</b>

## Баланс

в млн. \$	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	89	235	737	805	1 224	1 758	2 463	<b>3 174</b>
Дебиторская задолженность	541	783	336	411	405	477	524	527
Запасы	782	987	577	725	759	836	896	919
Прочие оборотные активы	238	319	164	205	210	236	256	260
Основные средства	2 684	3 263	3 214	3 242	3 302	3 364	3 428	3 493
Прочие внеоборотные активы	340	414	408	411	419	427	435	443
<b>Итого активы</b>	<b>4 676</b>	<b>6 000</b>	<b>5 435</b>	<b>5 799</b>	<b>6 320</b>	<b>7 098</b>	<b>8 001</b>	<b>8 817</b>
Кредиторская задолженность	547	789	404	425	506	557	597	612
Краткосрочный долг	1 033	1 293	1 270	1 294	1 345	1 398	1 430	1 441
Прочие краткосрочные обязательства	138	217	212	268	316	375	435	492
Долгосрочный долг	506	766	742	742	742	742	764	807
Прочие долгосрочные обязательства	345	545	532	670	791	940	1 090	1 232
Капитал и резервы	2 107	2 390	2 276	2 400	2 619	3 085	3 684	4 233
<b>Итого пассивы</b>	<b>4 676</b>	<b>6 000</b>	<b>5 435</b>	<b>5 799</b>	<b>6 320</b>	<b>7 098</b>	<b>8 001</b>	<b>8 817</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	768	581	- 2	339	491	884	1 097	1 021
Налоги на прибыль	192	113	- 30	39	69	147	189	173
Амортизация	140	171	169	171	175	179	183	187
Изменение оборотного капитала	- 339	- 204	471	- 201	52	- 97	- 67	- 11
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>377</b>	<b>436</b>	<b>669</b>	<b>270</b>	<b>649</b>	<b>819</b>	<b>1 024</b>	<b>1 023</b>
Капиталовложения	- 662	- 750	- 120	- 200	- 235	- 241	- 246	- 252
Прочие доходы (инвестиции)	93	-	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 569</b>	<b>- 750</b>	<b>- 120</b>	<b>- 200</b>	<b>- 235</b>	<b>- 241</b>	<b>- 246</b>	<b>- 252</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 192</b>	<b>- 314</b>	<b>549</b>	<b>70</b>	<b>414</b>	<b>578</b>	<b>778</b>	<b>771</b>
Изменение долга	505	519	- 46	24	52	53	53	55
Дивиденды	146	60	-	26	46	98	126	115
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>89</b>	<b>145</b>	<b>502</b>	<b>68</b>	<b>420</b>	<b>533</b>	<b>706</b>	<b>711</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Телекоммуникации, Банки**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**ТЭК**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)

Зенкова Елена

[Zenkova\\_EA@mmbank.ru](mailto:Zenkova_EA@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.