

ТМК

Авансы слишком велики

- С начала года в бумагах ТМК наблюдалось мощное ралли – акции компании выросли более чем в 4 раза и находятся в лидерах роста на российском фондовом рынке.
- В 1-м полугодии 2009 г. ТМК продемонстрировала позитивные финансовые результаты. Финансовые показатели российского и европейского сегментов компании оказались лучше наших ожиданий благодаря существенному сокращению издержек. Ситуация на североамериканском сегменте IPSCO оказалась не столь драматичной, как мы предполагали ранее: зафиксированный убыток на уровне EBITDA стал незначительным, и в целом по Группе было отражено положительное значение EBITDA в размере \$ 113 млн.
- Учитывая восстановление потребления стальных труб на российском рынке, мы повысили прогноз производства сварных и бесшовных труб в 2009 г. соответственно на 4 % и 8 % для российских и румынских активов компании. На североамериканском рынке ситуация начнет улучшаться с 2010 г., поэтому объем производства североамериканских активов во 2-м полугодии 2009 г. останется на уровне 1-го.
- Принимая во внимание значительное сокращение как постоянных, так и переменных издержек в 1-м полугодии 2009 г., мы повысили в 2 раза до \$ 353 млн свой прогноз по EBITDA на 2009 год для российских и румынских активов и ожидаем, что североамериканский сегмент покажет безубыточный уровень по EBITDA по итогам текущего года.
- В следующем году благодаря росту производства и цен EBITDA компании увеличится более чем в 2.5 раза до \$ 916 млн с показателем рентабельности 18 %. В долгосрочной перспективе ТМК достигнет по EBITDA уровня \$ 1.3-1.5 млрд с рентабельностью 18-19 %. По нашим оценкам, долгосрочный вклад североамериканских активов в консолидированную EBITDA компании может составлять 30 %.
- Чистый долг компании на конец 1-го полугодия 2009 г. был равен \$ 3.56 млрд, 55 % чистого долга составляют краткосрочные обязательства. Вероятность проблем с рефинансированием краткосрочных обязательств мы оцениваем как низкую, однако большой уровень расходов на обслуживание долга является негативным фактором для акционеров компании.
- Мы повышаем свою фундаментальную оценку стоимости акций ТМК, основанную на методе DCF, с \$ 1.83 на конец 2009 г. до **\$ 4.02 за акцию на конец 2010 г.** Увеличение фундаментальной оценки произошло в основном из-за снижения WACC компании с 16.4 % до 13.1 % (что частично отражает решение проблем с рефинансированием краткосрочной задолженности), а также за счет консолидации североамериканских активов в общую модель компании.
- На наш взгляд, авансы, выданные рынком на быстрое восстановление финансовых показателей компании, слишком велики. Мы считаем бумагу переоцененной и **рекомендуем «продавать»** акции ТМК.

Акции

Трубная промышленность

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	ТМК
Цена акции \$	4.68
Капитализация млн. \$	4 048
EV млн. \$	7 404
Целевая цена \$	4.02
Потенциал %	-14%
Рекомендация	Продавать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009П	2010П
Выручка	5 690	3 439	4 975
EBITDA	1 003	349	916
Прибыль	199	- 327	120
EV/EBITDA	7.4	21.2	8.1
EV/S	1.3	2.2	1.5
P/E	20.3	отр.	33.7
Рентабельность			
По EBITDA	17.6%	10.1%	18.4%
Чистая	3.5%	отр.	2.4%

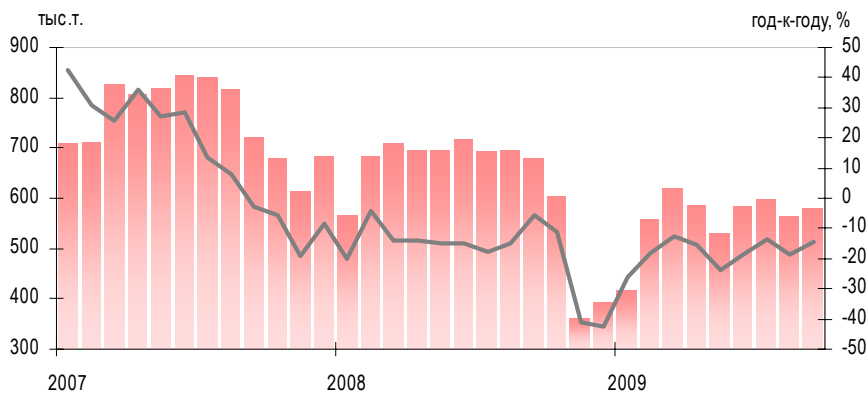
Акционеры

	Доля%
Д. Пумпянский	77.0%
Прочие	23.0%

Операционные показатели ТМК

Основное падение потребления стальных труб в России пришлось на конец 2008 – начало 2009 г. Начиная с марта с.г. видимое потребление значительно выросло и устойчиво сохраняется на уровне 580 тыс. т, что на 15-20 % ниже уровня предыдущего года.

Видимое потребление стальных труб в России



Источник: Металл-Курьер

Восстановление рынка стальных труб побудило нас незначительно пересмотреть сделанные в феврале с.г. прогнозы по производству сварных и бесшовных труб российского и европейского сегментов ТМК в сторону повышения. Так, прогноз производства сварных труб в 2009 г. мы увеличили на 4 % до 750 тыс. т, прогноз производства бесшовных труб – на 8 % до 1 650 тыс. т.

На российском рынке ОСТГ труб (основной рынок для ТМК) компания не только удерживает твердые позиции, но и укрепляет их – по итогам 1-го полугодия 2009 г. ТМК удалось увеличить свою долю присутствия на российском ОСТГ-рынке с 58 % в 1-м полугодии 2008 г. до 71 %.

На рынке труб в Северной Америке улучшения на текущий момент не наблюдается, поэтому мы ожидаем, что производственные показатели североамериканского сегмента ТМК во 2-м полугодии будут близки к результатам 1-го полугодия 2009 г. Производство сварных труб на североамериканском сегменте ТМК составит 190 тыс. т, бесшовных – 74 тыс. т.

Мы предполагаем, что ТМК удастся выйти на докризисные объемы продаж к 2013-2014 гг. при среднем росте продаж 10 % в год.

Производство сварных труб, тыс. т



Производство бесшовных труб, тыс. т



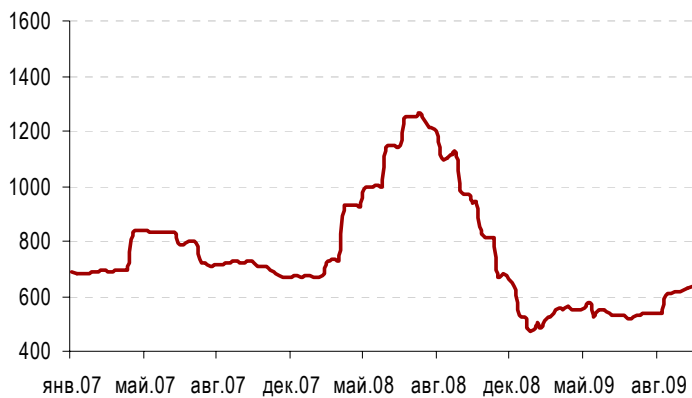
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Цены

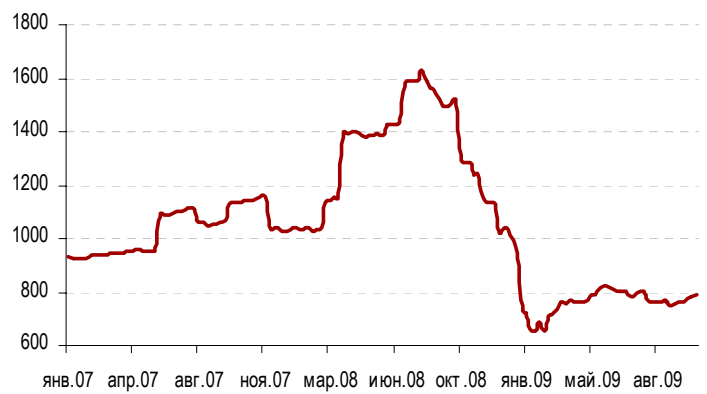
В качестве индикативных цен сварных и бесшовных труб мы берем наиболее прозрачные котировки сварных и бесшовных труб индустриального назначения. При этом мы предполагаем, что бесшовные трубы для нефтегазовой отрасли торгуются с существенными премиями (40-50 %) к стоимости индустриальных труб, а колебания цен сварных труб большого диаметра более сглаженные, чем у их индустриальных аналогов (ввиду ограниченного количества покупателей – в основном Газпром и Транснефть).

На текущий момент цены на сварные трубы промышленного назначения на российском рынке находятся на уровне \$ 600-640 за тонну, а на бесшовные – \$ 770-800 за тонну. Мы ожидаем, что в 2010 г. средние цены на сварные трубы составят \$ 700 за тонну, а бесшовные – \$ 975 за тонну, что соответственно на 13 % и 25 % выше текущих котировок.

Сварные трубы промышленного назначения, \$/тонна



Бесшовные трубы промышленного назначения, \$/тонна



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели

Финансовые результаты ТМК за 1-е полугодие 2009 г. превзошли наши ожидания. Значение EBITDA российского и европейского сегментов компании существенно превысило нашу оценку за полугодие, а ситуация на североамериканском сегменте IPSCO оказалась не столь драматичной, как мы предполагали ранее – зафиксированный убыток на уровне EBITDA стал незначительным (при том, что падение производства составило 70 % пол-к-пол). В целом по Группе было отражено положительное значение EBITDA в размере \$ 113 млн. Сильные показатели являются следствием существенного сокращения как переменных, так и постоянных издержек, несмотря на падение продаж готовой продукции, что позитивно для компании.

Принимая во внимание продемонстрированные финансовые результаты и продемонстрированную способность менеджмента контролировать производственные издержки, мы повысили свой прогноз по EBITDA в 2009 г. для российских и румынских активов до \$ 353 млн и ожидаем, что североамериканский сегмент покажет безубыточный уровень по EBITDA по итогам 2009 г.

В следующем году благодаря росту производства и цен показатель EBITDA компании увеличится более чем в 2.5 раза до \$ 916 млн с рентабельностью 18 %. В долгосрочной перспективе ТМК имеет все шансы достичь EBITDA уровня \$ 1.3-1.5 млрд с рентабельностью 18-19 %.

EBITDA ТМК по сегментам и рентабельность



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Долговая нагрузка

Чистый долг компании на конец 1-го полугодия составил \$ 3.56 млрд, из которых около 55 % составили краткосрочные обязательства. Из-за большого уровня долга по сравнению с предыдущим годом у ТМК в 1-м полугодии 2009 г. более чем в 2 раза выросли чистые процентные расходы, которые составили \$ 180 млн, в 1.6 раза превысив полугодовую EBITDA. На данный момент проблема высокого уровня задолженности стоит не слишком остро (вероятность проблем с рефинансированием краткосрочных обязательств мы оцениваем как низкую), однако большой уровень расходов на обслуживание долга является негативным фактором для акционеров компании. Одним из возможных способов снижения высокого уровня задолженности является проведение SPO – об этих планах компания заявляла неоднократно и до сих пор рассматривает эту возможность, однако и этот факт сложно воспринимать как позитивный для вторичного рынка бумаг ТМК.

Сравнение с аналогами

Компания	MCap \$ mn	EV \$ mn	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
Tenaris	22123	22815	9.6	18.4	15.8	5.8	9.5	8.5	1.9	2.7	2.5
Vallourec	8884	9057	6.2	13.4	15.6	3.7	7.0	7.6	1.0	1.4	1.4
Среднее			7.9	15.9	15.7	4.7	8.2	8.1	1.4	2.1	2.0
ТМК	4 048	7 404	20.3	н/д	33.7	7.4	21.2	8.1	1.3	2.2	1.5
(дисконт)/премия			157%	н/д	115%	56%	158%	0%	-9%	3%	-24%

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

Сравнительная оценка компании по мультипликаторам показывает, что существенной недооцененности акций ТМК по основным мультипликаторам не наблюдается.

Более того, по показателю EV/EBITDA 2010 г. консенсус-прогноз рынка для компаний-аналогов предполагает весьма скромный рост EBITDA (около 10 % г-к-г.) и выглядит более чем консервативным. Учитывая, что рост EBITDA в 2010 г. у ТМК, по нашим оценкам, составит 160 %, вероятно, рост финансовых показателей её зарубежных аналогов также будет существенно выше консервативных консенсус-прогнозов, что, вполне вероятно, сделает ТМК переоцененной по показателю EV/EBITDA 2010 г. по сравнению с конкурентами.

Выводы и рекомендации

С того момента, как мы начали покрывать ТМК (середина февраля 2009 г.), акции компании выросли более чем в 4 раза, существенно превзойдя тот потенциал роста, который закладывался ранее. Бумаги компании на данный момент находятся в лидерах роста на российском фондовом рынке с начала года.

Мы повышаем свою фундаментальную оценку стоимости акций ТМК, основанную на методе DCF, с \$ 1.83 на конец 2009 г. до **\$ 4.02 за акцию на конец 2010 г.** На увеличение оценки повлияли снижение ставки дисконтирования компании (WACC) с 16.4 % до 13.1 % (что частично отражает решение проблем с рефинансированием краткосрочной задолженности). Также мы консолидировали финансовые показатели североамериканских активов и считаем их вклад в капитализацию ТМК более значительным, чем оценивали ранее.

Впрочем, на наш взгляд, авансы, выданные рынком на быстрое восстановление финансовых показателей компании, слишком велики. Фактически, текущая рыночная оценка предполагает, что ТМК уже в самом ближайшем будущем не только выйдет на докризисные показатели по прибыли, но и значительно их превзойдет. Мы считаем бумагу переоцененной и **рекомендуем «продавать»** акции компании.

Модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	4 179	5 690	3 439	4 975	5 947	6 984	7 618	8 014
Темп роста (%)		36%	-40%	45%	20%	17%	9%	5%
ЕБИТДА	908	1 003	349	916	1 156	1 351	1 431	1 426
Рентабельность (%)	22%	18%	10%	18%	19%	19%	19%	18%
ЕБИТ	768	755	13	572	803	988	1 059	1 044
Рентабельность (%)	18%	13%	0%	12%	13%	14%	14%	13%
-Налоги на прибыль	0	181	3	114	161	198	212	209
НОРАТ	768	574	11	458	642	791	847	835
+ Амортизация	140	248	336	344	353	362	372	382
- Капвложения	-662	-2 025	-828	-337	-353	-368	-382	-395
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-339	316	79	-236	-214	-145	-91	-60
Чистый денежный поток	-93	-887	-402	229	428	639	745	762

Основные предположения

WACC	13.1%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.68
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	15.0%
Стоимость долга	10.8%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	8.6%
WACC	13.1%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	2 088
Конечная стоимость	7 765
Приведенная конечная стоимость	4 745
Стоимость денежных потоков	6 833
Текущий чистый долг (наличность)	3 357
Чистая стоимость компании	3 476
Количество акций (млн.)	866
Цель на конец 2010 г., \$	4.02

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%	14.6%
Конечный темп роста (%)	4.5%	6.95	6.24	5.62	5.06	4.57	4.13	3.74
	4.0%	6.37	5.73	5.17	4.68	4.23	3.83	3.47
	3.5%	5.85	5.29	4.78	4.33	3.92	3.55	3.22
	3.0%	5.40	4.89	4.43	4.02	3.64	3.30	2.99
	2.5%	4.99	4.53	4.11	3.73	3.39	3.07	2.78
	2.0%	4.63	4.21	3.82	3.47	3.15	2.86	2.59
	1.5%	4.31	3.92	3.56	3.24	2.94	2.67	2.41

Специфический риск эмитента

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

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

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Выручка	4 179	5 690	3 439	4 975	5 947	6 984	7 618	8 014
Операционные расходы	3 271	4 687	3 090	4 059	4 792	5 633	6 187	6 588
Амортизация	140	248	336	344	353	362	372	382
Операционная прибыль	768	755	13	572	803	988	1 059	1 044
ЕБИТДА	908	1 003	349	916	1 156	1 351	1 431	1 426
Чистые процентные расходы	90	263	454	413	330	325	322	320
Прочие расходы (доходы)	- 21	184	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	699	308	- 441	159	473	664	737	724
Налоги на прибыль	192	110	- 106	36	108	152	169	166
Доля миноритариев	19	- 1	- 8	3	9	13	14	14
Чистая прибыль	487	199	- 327	120	356	499	554	544

Баланс

в млн. \$	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	89	147	83	247	573	1 079	1 685	2 322
Дебиторская задолженность	541	761	491	553	541	635	693	729
Запасы	782	1 176	773	966	1 089	1 280	1 406	1 497
Прочие оборотные активы	238	211	138	166	178	209	229	243
Основные средства	2 712	3 324	3 816	3 808	3 808	3 814	3 825	3 838
Прочие внеоборотные активы	312	1 452	1 666	1 663	1 663	1 666	1 670	1 676
Итого активы	4 676	7 071	6 967	7 403	7 852	8 683	9 508	10 306
Кредиторская задолженность	547	1 477	883	902	799	939	1 031	1 098
Краткосрочный долг	1 033	2 216	2 331	2 188	2 140	2 110	2 101	2 100
Прочие краткосрочные обязательства	138	52	116	164	202	243	282	321
Долгосрочный долг	506	994	1 109	1 109	1 109	1 109	1 102	1 099
Прочие долгосрочные обязательства	345	422	945	1 337	1 650	1 981	2 302	2 617
Капитал и резервы	2 107	1 910	1 584	1 704	1 953	2 302	2 690	3 071
Итого пассивы	4 676	7 071	6 967	7 403	7 852	8 683	9 508	10 306

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2007	2008	2009 О	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	768	755	13	572	803	988	1 059	1 044
Налоги на прибыль	192	110	- 106	36	108	152	169	166
Амортизация	140	248	336	344	353	362	372	382
Изменение оборотного капитала	- 339	316	79	- 236	- 214	- 145	- 91	- 60
Денежные потоки от операций	377	1 210	534	644	834	1 054	1 171	1 200
Капиталовложения	- 662	- 2 025	- 828	- 337	- 353	- 368	- 382	- 395
Прочие доходы (инвестиции)	93	1	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 569	- 2 024	- 828	- 337	- 353	- 368	- 382	- 395
Свободные денежные потоки	- 192	- 814	- 293	307	480	685	788	805
Изменение долга	505	1 671	229	- 143	- 47	- 30	- 16	- 4
Дивиденды	146	228	-	-	107	150	166	163
Чистые денежные потоки	- 55	54	- 64	164	327	506	606	637

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@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 абсолютные 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 единственно 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.