

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «ТМК-18»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Сильные стороны:

- ✓ крупнейший производитель трубной продукции в России и в мире. Доля на российском рынке составляет 27%;
- ✓ крупнейший российский экспортер трубной продукции с долей в 55%;
- ✓ выход финансовых результатов – выручки и EBITDA – на докризисные уровни;
- ✓ сокращение краткосрочного долга путем его рефинансирования и удлинения сроков заимствования;
- ✓ основной приоритет компании – снижение высокой долговой нагрузки, которая на 01.07.2010 года составила 57% от пассивов компании;
- ✓ компания владеет активами в России, США и Румынии. Основные производственные мощности эмитента сосредоточены в России;
- ✓ вывод акций ТМК, принадлежащих основному акционеру компании Д.Пумпянскому, из под залога по погашенным кредитам.

Слабые стороны:

- ✓ высокая зависимость от состояния нефтегазовой отрасли. За 6 мес. 2010 года 75% продукции было реализовано организациям из нефтегазовой отрасли.
- ✓ высокая концентрация продаж среди небольшого количества покупателей. На 5 нефтяных компаний России: ТНК-ВР, Газпром, Транснефть, Сургутнефтегаз и Роснефть приходится 29% от совокупных продаж компании. В том числе, доля Газпрома в покупках продукции ТМК составила 7%;
- ✓ неопределенность, связанная с получением разрешения держателей LPN-2011 по нарушению ковенант компанией в случае выпуска новых евробондов;
- ✓ нет информации относительно дальнейшей инвестиционной программы эмитента.

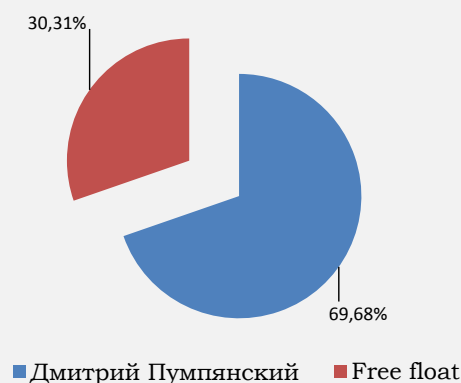
Финансовые результаты

В 2010 году ТМК продемонстрировала значительное восстановление финансовых результатов. Этому способствовало как эффект базы 2009 года, так и возросший спрос на продукцию эмитента со стороны нефтегазовых компаний. Так за 2010 год компания увеличила отгрузку труб на 42% по сравнению с 2009 годом.

Параметр выпуска:

Серия	ТМК-18
Объем размещения	до \$500 млн.
Срок обращения	7 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Ориентировочная доходность к погашению, % (Оценка UFS)	7,3-7,4%
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	B/B1/-

Структура собственности ОАО «ТМК», %



Источник: данные компании, расчеты UFS

По итогам 6 месяцев 2010 года компания смогла увеличить выручку на 74% по сравнению с аналогичным периодом 2009 года. Выручка составила \$2 570 млн., в то время как за 6 месяцев 2009 года компания получила только \$1 480 млн. Более 70% выручки компании обеспечил российский дивизион, около 24% выручки принесли активы в США.

Показатель EBITDA за первое полугодие 2010 года составил \$736 млн. Это почти в два раза больше, чем компания смогла заработать за аналогичный период 2009 года. Отметим, что за весь 2009 год компания получила EBITDA на уровне \$869 млн. Рост EBITDA в 2010 году в основном был обеспечен ростом операционной прибыли, которая выросла на 162% и составила \$586 млн.

По итогам I полугодия 2010 года компания впервые за год получила чистую прибыль в размере \$67 млн. За 2009 год компания получила убыток в размере \$323 млн.

Таким образом, по показателю выручки и EBITDA эмитент смог превзойти докризисные показатели середины 2008 года.

В 2011 году компания планирует увеличить операционные показатели деятельности на 7-10% при сохранении текущих условий.

Мы полагаем, что финансовые результаты компании в 2011 году продолжат улучшаться. Большая часть крупнейших клиентов эмитента увеличили инвестиционные программы на 2011 год. Например, инвестиционная программа Газпрома в 2011 году выросла на 12%. Высокие цены на нефть означают высокую вероятность реализации этих программ. Следовательно, положительные денежные потоки эмитента продолжат расти.

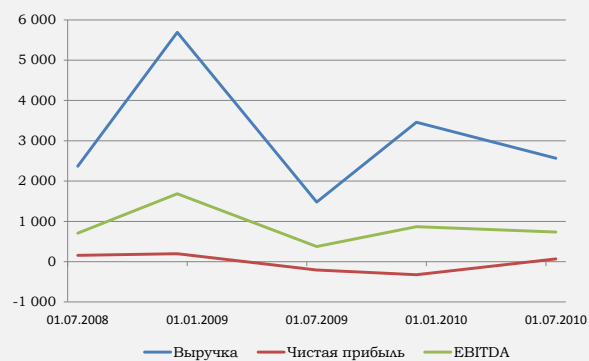
Кредитный профиль

За отчетный период активы компании сократились на 4% и составили \$6 432 млн., главным образом за счет сокращения денежных средств на счетах и выбытия основных средств.

В 2010 году долговая нагрузка компании оставалась высокой, хотя и постепенно снижалась. Так, за 6 месяцев 2010 года финансовый долг снизился на 3% по сравнению с началом года, и составил \$3 644 млн. (56,6% от общей величины пассивов).

Отметим, что компании удалось рефинансировать большую часть краткосрочных долгов в долгосрочную задолженность. Если на

Динамика финансовых результатов ОАО «ТМК» с 2008 по 2010 г., млн. долларов (по МСФО)



Источник: данные компании, расчеты UFS

Основные финансовые показатели ОАО «ТМК», млн. долларов (МСФО)

	2009	Доля, %	1 пол. 2010	Доля, %	Изм., %
Капитал	1 519	22,7%	1 530	23,8%	1%
Финансовый долг	3 752	56,2%	3 644	56,7%	-3%
краткосрочный	1 538	23,0%	829	12,9%	-46%
долгосрочный	2 214	33,1%	2 815	43,8%	27%
Чистый долг	3 508	52,5%	3 559	55,3%	1%
Активы	6 681	100,0%	6 432	100,0%	-4%

Источник: данные компании, расчеты UFS

начало года доля краткосрочных долгов в общей сумме долга ОАО «ТМК» составляла 41%, то в середине года доля снизилась до 23%.

Компания имеет довольно неравномерный график погашения долга. Так, в 2011 году эмитенту необходимо погасить \$1 330 млн. или около 36% от совокупного долга. При этом наибольший объем долга - \$927 млн. - придется погасить в 3 кв. 2011 года, \$1867 млн. из которых, представляют обращающиеся LPN.

По информации из проспекта к размещению новых еврооблигаций, в ноябре 2010 года ТМК привлекла 6-летний кредит на 10 200 млн. рублей у Альфа-банка, в декабре - еще 4 000 млн. рублей у Сбербанка. Средства от обоих кредитов были направлены на рефинансирование, включая раннее погашение кредита ВТБ на \$450 млн. Кроме того в декабре североамериканская дочерняя компания ТМК Ipsco привлекла четырехлетний кредит на \$100 млн. у Wells Fargo на рефинансирование краткосрочной задолженности группы.

Очевидно, что пока эмитенту удается находить источники рефинансирования и компания пользуется поддержкой крупных банков. При условии размещения нового займа еврооблигаций на \$500 млн., объема денежных средств на 30 июня 2010 года и сохранении текущего уровня EBITDA, у эмитента не должно возникнуть проблем со своевременным погашением долга в 2011 году.

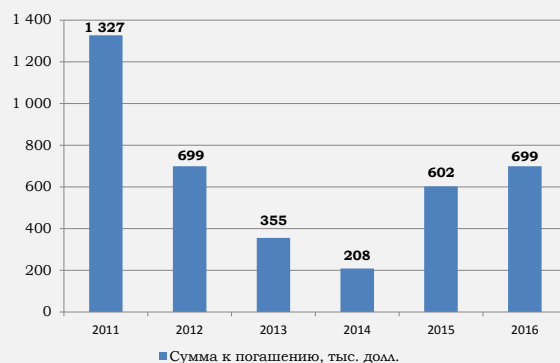
В то же время, негативным моментом является, увеличение общего объема долга по итогам 2010 года. Так, по оценке менеджмента, общая сумма долга выросла до \$3 864 млн. Правда сумма краткосрочного долга снизилась до \$675 млн., а его доля в общем объеме задолженности составила 17,5%.

Рост EBITDA и снижение абсолютной величины долга за 6 мес. 2010 года привели к улучшению коэффициентов покрытия. Так, чистый долг/EBITDA(годовая) составил 2,42 против 4,03 на начало 2010 года. Вырос и коэффициент покрытия процентов. EBITDA в 3,7 раза превысила проценты по долгу.

За счет снижения доли краткосрочного долга, EBITDA почти в 2 раза превысила чистый краткосрочный долг. Однако, с учетом информации о величине долга на конец 2010 года, коэффициент чистый долг/EBITDA вырастет примерно до 2,57.

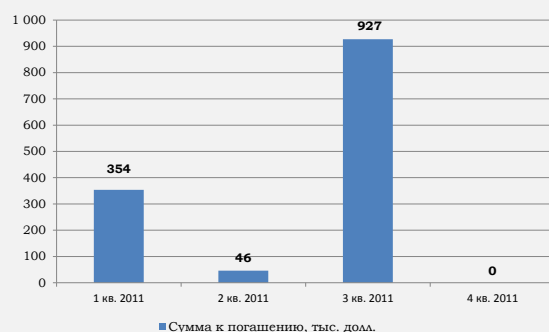
С учетом текущего займа, финансовый долг

График погашения долга ОАО «ТМК» с 2011 по 2016 г., млн. долларов



Источник: данные компании, расчеты UFS

График погашения долга ОАО «ТМК» в 2011 г., млн. долларов



Источник: данные компании, расчеты UFS

Финансовые коэффициенты ОАО «ТМК» (по МСФО)

	2008	2009	1 пол. 2010
Рентабельность капитала, %	10,39%	отриц.	4,40%
Рентабельность EBITDA, %	29,62%	25,12%	28,68%
Финансовый долг/Активы	0,45	0,56	0,57
Чистый долг/EBITDA	1,82	4,03	2,42
Чистый краткосрочный долг/EBITDA	0,62	1,49	0,51
EBITDA/проценты	6,19	1,95	3,70

Источник: данные компании, расчеты UFS

компании вырастет примерно до \$4 364 млн., а коэффициент чистый долг/ЕБИТДА до 2,96.

Факторы неопределенности

До сих пор нет понимания относительно изменения ковенант по LPN со сроком погашения в 2011 г. Отметим, что по текущим условиям компания не может привлечь долг путем выпуска облигаций суммой свыше \$100 млн. к уже имеющимся LPN (сумма в обращении \$187,6 млн).

В случае нарушения этого условия, эмитент обязан погасить задолженность по LPN-2011 в пятидневный срок. Напомним, что перед размещением нового выпуска ТМК выступила с предложением к держателям евробондов об изменении ограничения на увеличение долговой нагрузки по публичному долгу со \$100 млн. до \$270 млн. А также увеличение срока рефинансирования в случае нарушения ковенант с 5 до 30 дней. Собрание держателей будет проведено 5 февраля.

Сейчас очевидно, что в случае выпуска новых бондов на \$500 млн. ограничение по максимальной сумме публичного долга будут нарушено. В этом случае компания будет вынуждена погасить \$187,6 млн. в течение 5 дней.

В то же время, подобная неопределённость мало отразится на финансовом состоянии заемщика, поскольку, даже если одобрение не будет получено, ТМК погасит LPN-2011 за счет средств, полученных от нового размещения.

Позиционирование займа

Сравнительный анализ Северсталь, Евраз ТМК, показывает, что эмитент имеет более слабое финансовое состояние и по всем основным показателям уступает аналогам. На наш взгляд текущее финансовое состояние соответствует кредитному рейтингу эмитента. Отметим, что рейтинг от агентства Standard & Poor's на уровне В/стабильный был присвоен компании 19.11.2010 года, от агентства Moody's на уровне В1/стабильный – 21.10.2010 года. Перед размещением эти рейтинги были подтверждены.

В то же время текущий рейтинг Евраза от агентства Moody's и Standard & Poor's не отражает его реальное финансовое состояние. Так, в конце декабря агентства Moody's повысило прогноз по рейтингу Евраза со стабильного на позитивный. Более справедливо Евраз оценен со стороны Fitch. Учитывая текущее финансовое

Финансовые показатели ТМК, Северсталь и Евраз на 01.07.2010 г., млн. долларов (по МСФО)

	ТМК	Северсталь	Евраз
	В/В1/--	ВВ-/Ва3/В+	В/В1/В+
Выручка	2 566	7 387	6 379
ЕБИТДА	736	2 385	1 944
Капитал	1 530	7 255	10 631
Финансовый долг	3 644	6 292	1 873
Активы	6 432	18 771	23 541
Рентабельность ЕБИТДА, %	28,68%	32,29%	30,47%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,42	0,93	1,86
ЕБИТДА/проценты	3,70	7,36	5,28
Финансовый долг/Активы	0,57	0,34	0,08

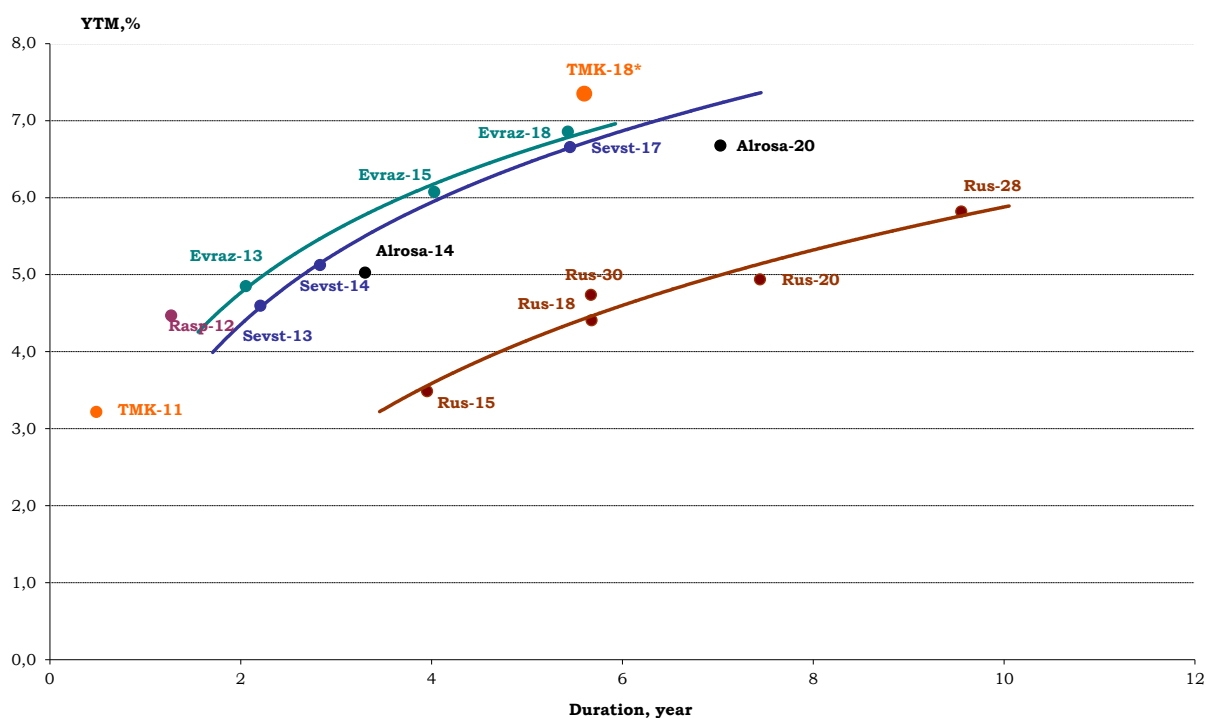
Источник: данные компании, расчеты UFS

состояние ТМК и Евраз, мы полагаем, что новый выпуск должен торговаться с премией к кривой доходности Евраза в районе 45-55 б.п.

К кривой Северстали премия должна составлять около 70 б. п. Это соответствует доходности в 7,3-7,4% годовых при дюрации в 5,57 лет.

Если указанная доходность будет предложена, мы рекомендуем покупать еврооблигации ТМК, так как ожидаем улучшение финансового состояния эмитента в будущем.

Оценка справедливой доходности еврооблигаций ТМК-18, с учетом ситуации на долговом рынке на 20 января 2011 года



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02

www.ufs-federation.com

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», 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 обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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 ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.