


ГАЗПРОМБАНК
ТМК: нефть, газ и стальные трубы

Условия выпуска	
Эмитент	ОАО «ТМК»
Рейтинг, S&P/Moody's/Fitch	B/В1/–
Объем, млн руб.	5 000
Погашение	2013 г.
Ставка купона	9,4%–9,8%
Доходность к погашению	9,62%–10,04%
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал, Ренессанс Капитал

- ▶ **ТМК – крупнейший производитель труб в России, один из лидеров глобального рынка.** На долю ТМК в первом полугодии 2010 года приходилось около 60% российского рынка бесшовных нарезных труб нефтегазового сортамента (ОСТГ – Oil Country Tubular Goods), порядка 13% мирового рынка и 7% рынка США – крупнейшего в мире по объемам продаж труб ОСТГ.
- ▶ **Ориентация на нефтегазовую отрасль.** Около 70% поставок ТМК ориентировано на нефтегазовую отрасль. Быстрое восстановление инвестиционных бюджетов нефтяных компаний и объемов бурения после кризиса благодаря росту цен на нефть обеспечили рост продаж в России в 2010 г. Кроме того, сильным драйвером роста продаж для ТМК выступают новые заказы на трубы большого диаметра для реализации проектов Газпрома и Транснефти.
- ▶ **Присутствие на американском рынке труб ОСТГ – крупнейшем в мире.** Приобретение трубных активов в США в 2008 году открыло ТМК доступ на самый крупный в мире рынок труб ОСТГ. При этом выпускаемая в США продукция характеризуется большей добавленной стоимостью, чем трубы, производимые в России. Быстрому восстановлению продаж и цен на американском рынке способствует активная разработка месторождений сланцевого газа в США, требующая большого объема премиальной трубной продукции, а также предпринятые защитные меры против китайского импорта.
- ▶ **Современные производственные мощности и вертикальная интеграция.** В 2005 – 1П10 г. ТМК инвестировала более 2,5 млрд долл. в модернизацию и увеличение мощностей, расширив линейку продукции новыми видами труб с высокой добавленной стоимостью (прямошовные трубы большого диаметра, премиальные виды резьбовых соединений, новые виды труб ОСТГ, и т.п.). Около 95% потребностей ТМК в трубной заготовке обеспечивается собственными сталеплавильными мощностями.
- ▶ **Долговая нагрузка и ликвидность – худшее позади.** В 2009 – 2010 гг. ТМК удалось рефинансировать существенную часть короткого долга, заметно улучшив профиль ликвидности. Кроме того, текущая благоприятная ситуация на рынках должна позволить снизить бремя процентных расходов. Восстановление денежных потоков будет способствовать постепенному улучшению кредитных метрик в 2011 г.

ТМК: основные операционные и финансовые показатели, млн долл.

	2007	2008	2009	1П10 г.	г/г	1П09 г.
Отгрузка труб, тыс. т	3 074	3 227	2 792	1 863	55%	1 203
Выручка	4 179	5 690	3 461	2 566	74%	1 479
ЕБИТДА	920	1 047	328	415	184%	146
Рентабельность ЕБИТДА, %	22%	18%	9%	16%	6 п.п.	10%
Операционный денежный поток*	216	557	416	16	-82%	88
Капитальные вложения	(662)	(840)	(395)	(165)	1%	(164)
Свободный денежный поток до финансирования**	(521)	(1 473)	(498)	(149)	-	(592)
Всего активов	4 676	7 067	6 681	6 432	-1%	6 469
Собственный капитал	2 107	1 910	1 519	1 530	-4%	1 597
Совокупный долг, в том числе	1 539	3 211	3 752	3 644	0%	3 650
доля краткосрочного долга, %	67%	69%	41%	23%	-31 п.п.	54%
Денежные средства и эквиваленты	89	143	244	85	-1%	86
Показатели						
Долг/Капитал, х	0,7	1,7	2,5	2,4	–	2,3
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	10,0	4,0	0,8	2,2	–	0,8
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,6	2,9	10,7	4,3	–	12,2

*операционный денежный поток включает процентные расходы, отражаемые в составе потока средств от финансовой деятельности

**операционный денежный поток за вычетом капитальных вложений и расходов на приобретения дочерних компаний

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



Современные производственные мощности

ТМК – крупнейший в России и один из крупнейших в мире производителей стальных труб для нефтегазовой отрасли: в 2009 году ТМК вышла на первое место в мире по объемам производства (в тройке лидеров также Tenaris и Vallourec).

ТМК – лидер рынка с четкой ориентацией продаж на нефтегазовую отрасль

Бизнес ТМК в существенной степени ориентирован на нефтегазовую отрасль. В 2009 году около 37% отгрузок труб в натуральном выражении приходилось на трубы OCTG (нарезные трубы нефтяного сортамента) – обсадные и буровые трубы, используемые для обустройства скважин, и насосно-компрессорные трубы, необходимые для извлечения углеводородов на поверхность. Еще 21% составляли отгрузки линейных труб, используемых для строительства соединяющих нефтегазопроводов от скважины до основной транспортной инфраструктуры. Наконец, 11% отгрузок приходилось на трубы большого диаметра, используемые в строительстве магистральных трубопроводов (основные потребители в России – Газпром и Транснефть). Оставшуюся долю (31%) формируют промышленные трубы, используемые в строительстве, машиностроении, энергетике, химической промышленности и т.п.

Структура отгрузки труб, 2009 г.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Вертикально интегрированное производство

Производственные мощности ТМК в России, США и Европе позволяют выпускать порядка 6,5 млн т труб ежегодно, в том числе около 2,05 млн т труб OCTG и 1,2 млн т труб большого диаметра.

Трубное производство ТМК характеризуется высокой степенью вертикальной интеграции: собственные мощности по выплавке стали (более 3,3 млн т) позволяют обеспечить 95% потребности в сырье (трубной заготовке) для производства бесшовных труб.

Производственные мощности заводов Группы ТМК

	Северная Америка	Европа	Россия и СНГ	Итого
Производство стали	450	450	2 450	3 350
Производство бесшовных труб, в т.ч.	300	350	2 720	3 370
трубы OCTG	210	—	1 298	1 508
Производство сварных труб	1 000	—	2 100	3 100
трубы OCTG	520	—	—	520
Трубы большого диаметра	—	—	1 200	1 200
Итого, производство труб	1 300	350	4 820	6 470
Мощности по термообработке	360	—	1 500	1 860
Мощности по нарезке труб	960	—	1 400	2 360

Источник: данные компании



Три из четырех российских заводов имеют собственные мощности по выплавке стали

Рост производства за счет модернизации и ввода новых мощностей в России...

...а также за счет новых приобретений

Приобретение активов IPSCO в США – доступ на крупнейший в мире рынок труб OCTG с акцентом на премиальный сегмент

Большая часть производственных мощностей ТМК приходится на российские заводы Группы. Крупнейшим является Волжский завод – самый большой трубный завод в России и один из немногих, выпускающих сварные трубы большого диаметра (1420 мм), используемые при строительстве магистральных газонефтепроводов (другие производители – Выксунский металлургический завод, входящий в состав ОМК, ЧТПЗ и Ижорский завод Северстали).

Три из четырех российских заводов (Волжский, Северский, Тагмет) имеют интегрированные мощности по выплавке стали, обеспечивающие сырьем производство бесшовных труб. При этом Волжский и Северский заводы выплавляют сталь в современных электродуговых сталеплавильных печах (ЕАФ), основным сырьем для которых служит лом – на Северском трубном заводе новые мощности по выпуску стали были запущены в конце 2008 года, заменив старые мартеновские печи. На Тагмете используется мартеновское производство: замену на дуговые печи планируется осуществить в 2013 г. в рамках реализации стратегической инвестиционной программы.

Последние несколько лет ТМК инвестировала существенные средства в модернизацию и расширение производственных мощностей в России. Общий объем капитальных расходов в 2005 – 1П10 г. превысил 2,5 млрд дол., большая часть пришлась на российский сегмент бизнеса. В результате ТМК увеличила мощности по выпуску бесшовных и сварных труб на 900 тыс. т и 650 тыс. т, мощности по производству стали – на 1 млн т. При этом, компания заметно улучшила продуктовую линейку, увеличив долю «премиальных» труб с повышенными потребительскими свойствами, и, как следствие, более высокой добавленной стоимостью. В частности, последние крупные инвестиционные проекты ТМК завершила в 2008 г.

Волжский завод: стан по производству прямошовных сварных труб диаметром до 1420 мм и толщиной стенки до 42 мм, мощностью 650 тыс. т, используемых при строительстве магистральных нефтегазопроводов. Существенную часть труб, выпускаемых на этом стане, приобретает Газпром для реализации своих транспортных проектов. Запуск стана увеличил общий объем мощностей по выпуску ТБД (труб большого диаметра) на заводе до 1,2 млн т – до запуска нового стана ВТЗ уже выпускал спиралешовные ТБД, имеющие ограничения по толщине стенки (максимум – 21,6 мм).

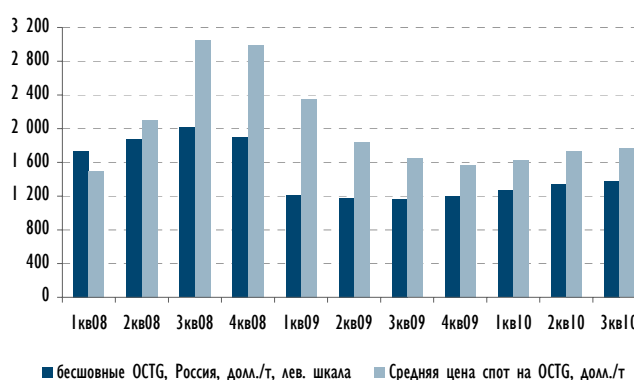
Тагмет: непрерывный трубопрокатный стан Premium Quality Finishing (PQF) мощностью 600 тыс. т бесшовных труб в год. Стан позволяет выпускать премиальные бесшовные трубы для нефтегазовой отрасли с повышенными качественными характеристиками, предназначенные для использования в сложных условиях бурения и добычи углеводородов.

Помимо органического роста, ТМК увеличивала производственные мощности и через новые приобретения, крупнейшим из которых стала покупка трубных активов IPSCO в США у SSAB в 2008 году: в общей сложности ТМК заплатила за них порядка 1,7 млрд дол. (включая исполнение в январе 2009 г. опциона на приобретение оставшихся 49% NS Group, компании, объединяющей часть американских активов).

Приобретенные активы в основном ориентированы на выпуск сварных и бесшовных труб OCTG с различными повышенными потребительскими свойствами, а также премиальных резьбовых соединений. Добавив в портфель активов заводы IPSCO в США, ТМК получила доступ на самый большой в мире рынок труб OCTG, при этом средние цены на американском рынке стабильно выше, чем в России благодаря большому вкладу продукции с высокой добавленной стоимостью. В целом мы полагаем, что приобретение IPSCO стало важным этапом с точки зрения перспектив роста бизнеса ТМК.



Средние цены на трубы OCTG в России и США



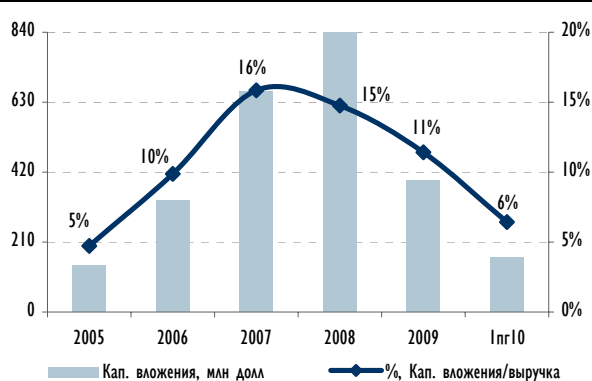
Источник: данные компании, PipeLogix

*Существенная часть
долгосрочной инвестиционной
программы завершена до кризиса*

Инвестиционная программа: основные расходы сделаны

Фактически завершив несколько крупных проектов в 2008 году, до наступления наиболее острой фазы экономического кризиса, ТМК создала себе существенный задел для посткризисного роста производства. При этом, в 2009 – 2010 гг. бюджет капитальных вложений был существенно сокращен: в 2009 г. компания инвестировала около 400 млн долл., план на 2010 год составляет 250–300 млн долл., в том числе 165 млн долл. уже потрачено в 1П10 г. В частности, в мае ТМК IPSCO ввела новую линию по производству премиальных резьбовых соединений мощностью 40 тыс. тонн в год на заводе Brookfield (США, штат Огайо). В настоящее время ТМК строит вторую линию мощностью 40 тыс. т на заводе Brookfield, которая будет введена до конца 2010 года. Также до конца года планируется завершить модернизацию мощностей по бесшовным трубам на Волжском трубном заводе (что увеличит мощность по бесшовным трубам на 300 тыс. т).

Капитальные расходы ТМК в 2005 – 1П10 г.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

В результате кризиса ТМК продлила сроки реализации двух инвестиционных проектов, которые изначально предполагалось завершить в 2010 г.:

- ▶ **Непрерывный стан Fine Quality Mill (FQM) на Северском трубном заводе мощностью 600 тыс. т бесшовных труб в год.** ТМК заключила контракт на поставку стана с Danieli, мировым лидером в области оборудования для металлургии, еще в 2007 году. Предполагалось, что стан будет запущен после модернизации сталеплавильного производства (завершено в конце 2008 года). Компания оценивает общий объем затрат по проекту в 440 млн долл. Часть оборудования уже поставлена на завод, монтажные работы начались в 2010 году, запуск планируется на 2014 год.



- ▶ **Модернизация сталеплавильного производства на Тагмете:** строительство электродугового сталеплавильного цеха на замену действующего мартеновского производства, в результате которого мощности по выплавке стали должны увеличиться на 400 тыс. т в год. Стоимость проекта, согласно оценкам, составляет 207 млн долл. Планируется, что новый цех будет запущен в 2013 г.

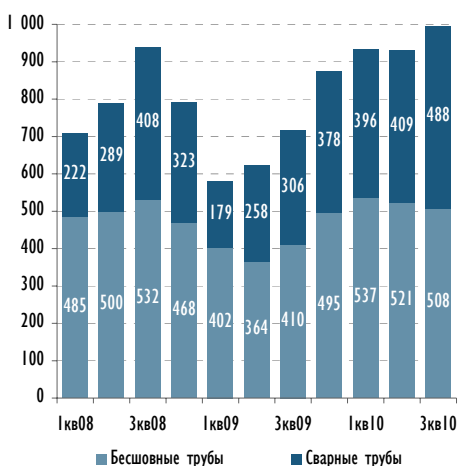
План по капитальным расходам на ближайшие 3–4 года – порядка 300 млн долл. ежегодно

По информации компании, ближайшие 3 – 4 года существенного роста капитальных затрат не планируется: ежегодный объем инвестиций будет составлять порядка 300 млн долл. Помимо двух крупных отложенных проектов на Тагмете и СТЗ, указанная сумма включает инвестиции на заводах ТМК IPSCO, а также регулярные вложения в поддержание текущего состояния основных средств (maintenance capex).

Продажи: восстановление после кризиса вслед за ростом спроса со стороны нефтегазовой отрасли

Как и для большинства компаний металлургического сектора, для ТМК 2009 год стал испытанием на прочность – падение спроса со стороны основных потребляющих отраслей на фоне общего экономического кризиса повлекло заметное снижение продаж, которые достигли «дна» в первом квартале 2009 г.

Динамика отгрузки по Группе ТМК, тыс. т, 2008 – 2010 гг.



Структура отгрузки по видам труб, 2009 – 1-е полугодие 2010 г.

	2008	2009	г/г, %	1П09	2П09	1П10	г/г, %
Бесшовные трубы	1 985	1 670	-16%	765	905	1 058	38%
ОСТГ	1 003	904	-10%	450	453	548	22%
Линейные	448	391	-13%	164	227	253	54%
Промышленные	534	376	-30%	151	225	257	70%
Сварные трубы	1 242	1 122	-10%	437	685	806	84%
ОСТГ	258	143	-45%	48	95	181	280%
Линейные	245	190	-22%	90	100	117	30%
ТБД	257	309	20%	88	221	282	219%
Промышленные	482	480	0%	211	269	226	7%
Итого	3 227	2 792	-13%	1 203	1 589	1 864	55%
в т.ч. IPSCO	489*	358	-27%	133	225	412	210%
ТМК, исключая результаты IPSCO	2 738	2 434	-11%	1 070	1 364	1 452	36%

Источник: данные компании *результаты IPSCO отражены с момента консолидации в июне 2008 г.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Российский сегмент: пересмотр инвестиционных программ нефтяников привел к росту объемов бурения и спроса на трубы

Начиная с 3-го квартала прошлого года продажи ТМК начали постепенно восстанавливаться. В результате, по сравнению с «провальным» первым полугодием 2009 г., за первые 6 месяцев 2010 г. объемы отгрузки выросли на 55%.

В силу специфики продуктовой линейки ключевым драйвером восстановления продаж для ТМК стал рост спроса со стороны компаний нефтегазового сектора в России и США.

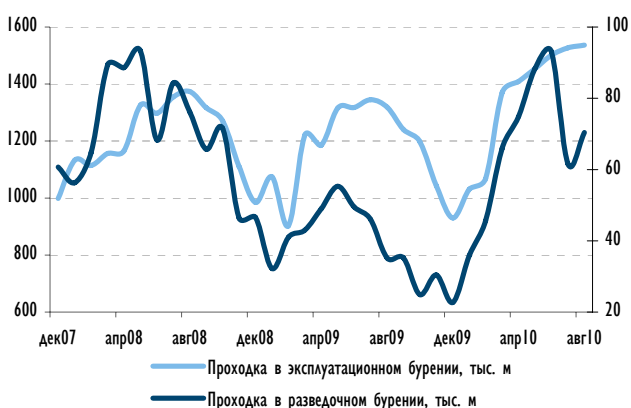
Достаточно быстрый разворот цен на нефть, завершивших падение в феврале 2009 г., позволил российским нефтяным компаниям быть менее консервативными относительно объемов капитальных затрат. Общий объем инвестиций (не включая Газпром, Транснефть и независимых производителей газа), по оценкам Газпромбанка, в 2009 г. снизился на 22% (год к году), однако объявленные планы на 2010 год уже предполагали заметное восстановление с прошлогодних уровней. В том числе заметно возросли капитальные вложения в добычу, о чем свидетельствует и



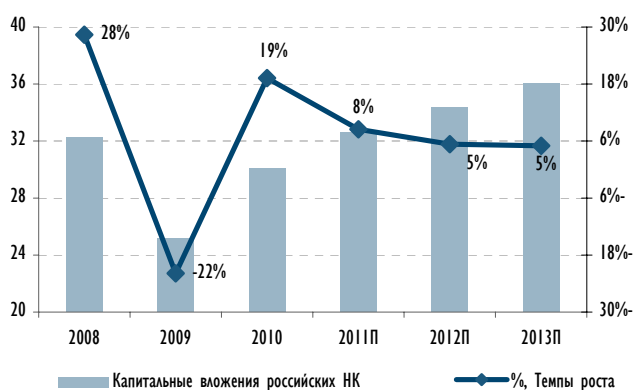
отраслевая статистика по объемам эксплуатационного и разведочного бурения. В частности, разведочное бурение российских нефтяных компаний в 2008 – 2009 гг. в целом было в нисходящем тренде, который был «переломлен» в 2010 году.

По оценкам Газпромбанка, капитальные вложения российских нефтяных компаний в ближайшие несколько лет продолжат расти. При этом постепенное истощение многих месторождений в традиционных регионах добычи (в частности, в Западной Сибири) и разведка в новых регионах со сложными условиями добычи (Восточная Сибирь, шельф) будет способствовать дальнейшему росту объемов бурения и спросу на премиальные виды труб с повышенными потребительскими свойствами – в том числе, премиальные соединения.

Эксплуатационное и разведочное бурения российскими НК, тыс. м



Капитальные вложения российских нефтяных компаний, млрд долл.



Источник: Минтоп, Нефтяная Торговля

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Трубы большого диаметра: растущий поток заказов от Газпрома и Транснефти

Еще одним драйвером роста спроса для ТМК на российском рынке в 2009 – 2010 гг., позволившим увеличить отгрузки труб большого диаметра, стала активизация ряда крупных транспортных проектов Газпрома и Транснефти, в частности, строительства газопроводов Сахалин – Владивосток – Хабаровск, Бованенково – Ухта, Починки – Грязовец, нефтепроводов ВСТО-2 и БТС-2. В 2009 году ТМК начала поставки прямошовных ТБД с введенного в конце 2008 г. нового стана. Новые заказы обеспечили рост продаж ТБД в 2009 г. на 20% (несмотря на кризис). В 2010 году, по прогнозам компании, реализация ТБД должна вырасти более чем вдвое к уровню 2009 г. до 683 тыс. т. Находящийся на стадии согласования с покупателями объем поставок на первое полугодие 2011 г., по данным компании, составляет 470 тыс. т.

Совокупная потребность в трубах для реализации инвестиционных проектов Газпрома и Транснефти – более 10 млн т

По нашим оценкам, основанным на доступной информации о проектах, потенциальный спрос Газпрома и Транснефти на трубы большого диаметра для реализации заявленных планов по строительству новых нефтегазопроводов в течение ближайших пяти лет, не включая ежегодные потребности в замене изношенных труб, превысит 10 млн т. Большая часть этого объема, как мы полагаем, будет распределяться между четырьмя российскими производителями – ТМК (Волжский завод), ЧТПЗ, Северсталь – Ижора и ОМК (Выксунский металлургический завод). Общая мощность российских производителей ТБД превышает 5 млн т в год. В то же время, суммарные мощности по выпуску толстостенных прямошовных труб диаметром 1420 мм. для Газпрома заметно меньше – по нашей оценке, 2,8 млн т.



Российские производители труб большого диаметра: мощности и объемы выпуска, тыс. т

	Мощности по выпуску ТБД, всего	Мощности по выпуску одношовных толстостенных ТБД диаметром до 1420 мм	Выпуск ТБД в 2009 г.
ЧТПЗ	1 350	600	365
ТМК (ВТЗ)	1 200	650	309
ОМК (Выксунский МЗ)	2 000	950	967
Северсталь (Ижора)	600	600	268
Всего	5 150	2 800	1 909

Источник: ТМК, ОМК, ЧТПЗ, Северсталь

Американский сегмент бизнеса: негативный эффект снижения спроса в 2008 – 2009 гг. был усилен ростом предложения дешевого импорта

По сравнению с российскими заводами, продажи американского сегмента бизнеса ТМК в кризис пострадали сильнее – отгрузка во 2-ом полугодии 2009 г. по сравнению с 2-ым полугодием 2008 г. сократилась почти вдвое, с 441 тыс. т до 225 тыс. т (сравнение продаж за весь 2009 г. с 2008 г. не является корректным, учитывая, что активы IPSCO были консолидированы в июне 2008 г.). Мы отмечаем, что помимо общего снижения объемов бурения, ставшего естественным следствием падения цен на энергоресурсы, негативное влияние на продажи в США оказал внушительный приток импорта дешевых труб из Китая в конце 2008 года: доля импорта в общем объеме продаж труб OCTG в США в 2008 году составила порядка 60%. В отличие от российского рынка труб OCTG, где поставки в основном происходят на основе прямых договоренностей между конечным потребителем и производителем, в США заметный объем поставок осуществляется через дистрибьюторскую сеть. Резкий приток импорта и одновременное снижение фактического потребления привели к затовариванию складов дистрибьюторов: объем запасов труб OCTG с декабря 2008 г. начал расти и в мае 2009 г. достиг уровня, сопоставимого с 14-месячным средним потреблением (при нормальном уровне, по оценке ТМК, в 4–6 месяцев потребления).

Меры США по защите внутреннего рынка способствовали сокращению запасов труб OCTG до нормальных уровней

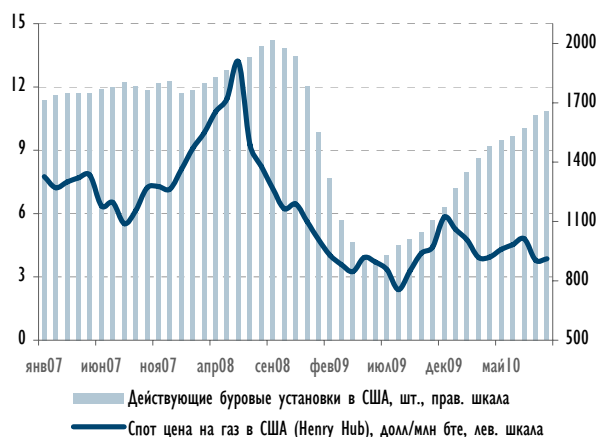
В то же время в 3–4 кв. 2009 г. запасы начали постепенно сокращаться. Ключевую роль сыграли предпринятые правительством США меры по защите американского рынка OCTG. Весной 2009 г. Министерство торговли начало антидемпинговое расследование против китайских производителей, в ноябре было вынесено предварительное решение, а в апреле – окончательное, итогом которого стало введение антидемпинговых пошлин в пределах 50–99%. В результате, в июле прошлого года импорт китайских труб практически остановился, что способствовало снижению избыточных запасов у трейдеров.

Одновременно с сокращением «навеса предложения» со стороны китайского импорта в 2009 году начал восстанавливаться конечный спрос на фоне роста объемов бурения в США. По данным Baker Hughes, количество действующих буровых установок в США с минимума в июне 2009 г. (876 установок) выросло вдвое, до 1 670 на сегодняшний день.

Рост спроса позитивно сказался и на средних ценах труб OCTG, начавших в 2010 году восстанавливаться после достижения дна в ноябре-декабре 2009 г.

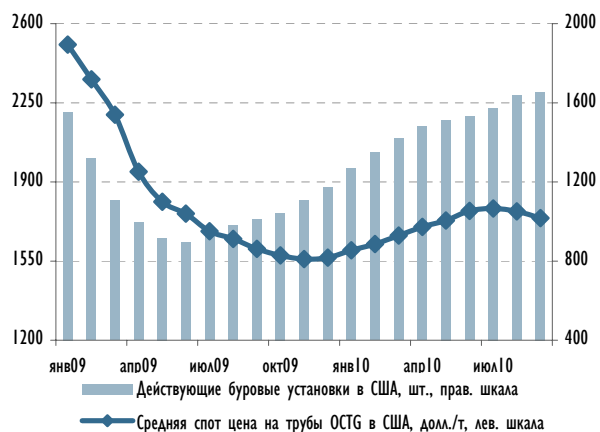


Количество действующих буровых установок и цены на газ в США



Источник: Baker Hughes, Bloomberg

Количество действующих буровых установок и цены на трубы OCTG



Источник: Baker Hughes, Pipe Logix

Ключевой драйвер роста объемов бурения и спроса на трубы в США – разработка месторождений сланцевого газа

Росту объемов бурения и спроса на трубы способствует рост цен на нефть – доля буровых, задействованных в добыче нефти в США, выросла с 20% в июле 2009 г. до 40% в октябре текущего года.

В то же время ключевым фактором стал бум разработки нетрадиционных источников углеводородов в Северной Америке в 2009 – 2010 гг., в частности, месторождений сланцевого газа.

Добыча сланцевого газа требует более существенного объема нефтесервисных услуг по сравнению с традиционной – активного использования горизонтального бурения («глубина» скважин больше, чем при традиционном вертикальном бурении) и большего количества скважин на одно месторождение. В результате увеличиваются потребности в количестве используемых труб OCTG, а также резьбовых соединений. Кроме того, специфика добычи обуславливает повышенные требования к качеству (прочность труб). Как следствие, растет спрос на продукцию с высокой добавленной стоимостью – премиальные виды труб OCTG и соединения, производимые заводами ТМК IPSCO.

Стоит отметить, что увеличение доли премиальных продуктов делает позиции ТМК более защищенными в случае нового всплеска импорта, учитывая, что импортная продукция, как правило, уступает в качестве трубам, выпускаемым лидерами рынка (Tenaris, ТМК, Vallourec).

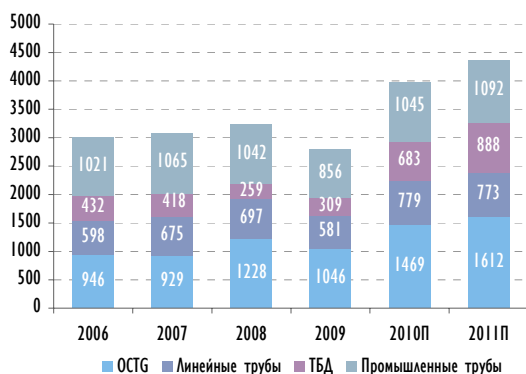
Позитивный прогноз на 2010 – 2011 гг.

ТМК ожидает роста продаж на 42% в 2010 г. и на 10% в 2011 г.

В целом по итогам года общие объемы отгрузки, по оценкам компании, возрастут на 42% г/г до 3 976 тыс. т, продажи ТМК IPSCO увеличатся на 135% до 842 тыс. т, реализация труб большого диаметра – на 121% до 683 тыс. т. В 2011 году компания ожидает выйти на посткризисные темпы роста продаж 10% г/г. При этом, по прогнозам, наиболее динамичный рост сохранит сегмент ТБД (+30% г/г).

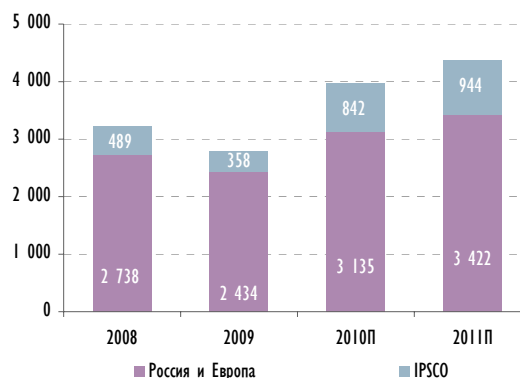


Продажи ТМК по видам труб, 2006 – 2011П гг., тыс. т



Источник: данные компании

Продажи ТМК по сегментам, 2006 – 2011П гг., тыс. т



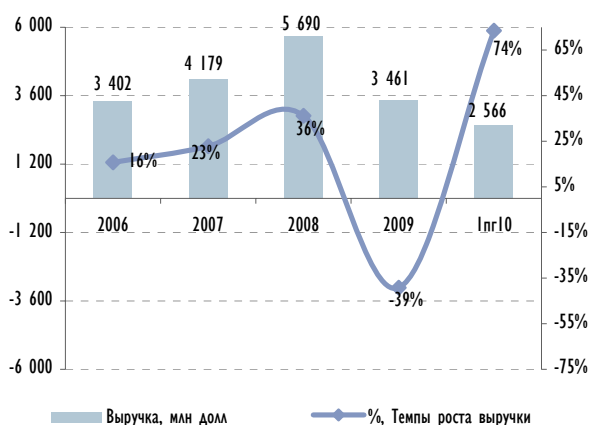
Источник: данные компании

Финансовые результаты 1-го полугодия 2010 г.: восстановление денежных потоков на фоне роста продаж и цен

Финансовое состояние: выручка и рентабельность

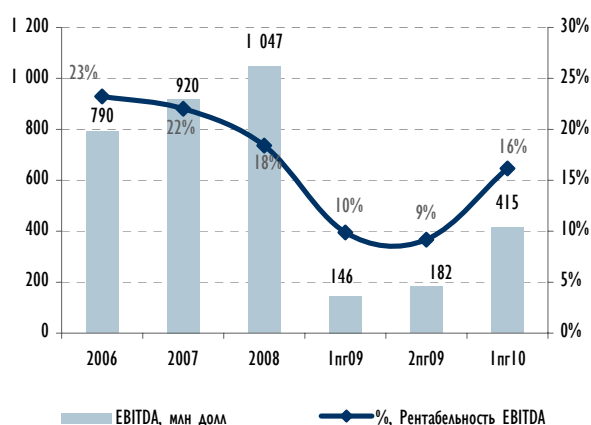
Последняя доступная консолидированная отчетность ТМК за первое полугодие 2010 г. отражает заметное восстановление объемов реализации и улучшение ценовой конъюнктуры российского сегмента: выручка в 1П10 г. выросла на 74%. При этом положительный эффект масштаба позитивно сказался на рентабельности – норма прибыли ЕВITDA составила 16% (по сравнению с 10% в 1-ом полугодии 2009 г.).

ТМК: выручка и темпы роста продаж



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТМК: ЕВITDA и рентабельность ЕВITDA



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Опережающий рост наиболее прибыльного американского сегмента бизнеса

Мы отметим заметное улучшение результатов американского сегмента бизнеса: выручка в первом полугодии выросла более чем вдвое, ЕВITDA практически утроилась.

Изменение финансовых показателей американского сегмента бизнеса и российского/европейского сегментов, 1П08 – 1П10 гг.

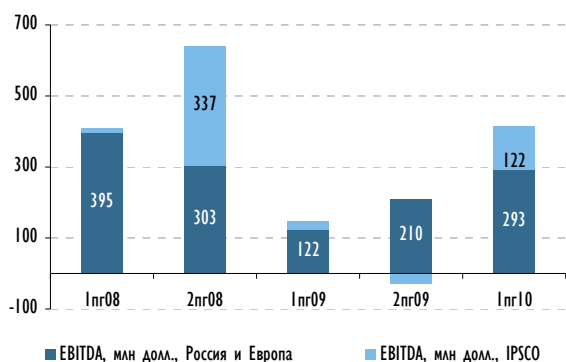
	1П08	2П08	1П09	2П09	1П10	1П10/1П09, %
Выручка, млн долл.	2 368	3 322	1 479	1 982	2 566	74%
ТМК искл. IPSCO	2 278	2 222	1 192	1 614	1 946	63%
IPSCO	91	1 099	287	368	620	116%
ЕВITDA, млн долл.	417	631	146	182	415	184%
ТМК искл. IPSCO	404	294	123	210	293	139%
IPSCO	13	337	23	-28	122	423%
Рентабельность ЕВITDA, %	18%	19%	10%	9%	16%	+6 п.п.
ТМК искл. IPSCO	17%	14%	10%	13%	15%	+5 п.п.
IPSCO	14%	31%	8%	-8%	20%	+12 п.п.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ТМК: нефть, газ и стальные трубы

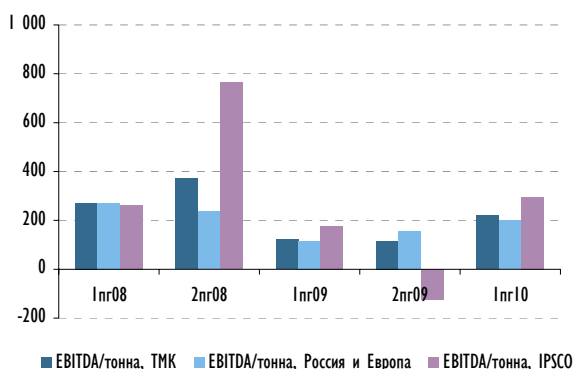
Бизнес ТМК в США в целом характеризуется большей прибыльностью по сравнению с продажами в России / Европе – как в терминах рентабельности, так и на тонну производимой продукции. До кризиса, во 2-ом полугодии 2008 года (первый «полный» полугодовой период консолидации американских активов), IPSCO обеспечивал чуть меньше половины всей EBITDA. Дальнейший рост объемов продаж премиальных продуктов на американском рынке должен позитивно сказаться на общем уровне рентабельности ТМК.

Структура EBITDA в I П08 – I П10 гг



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

EBITDA/т, I П08 – I П09 г



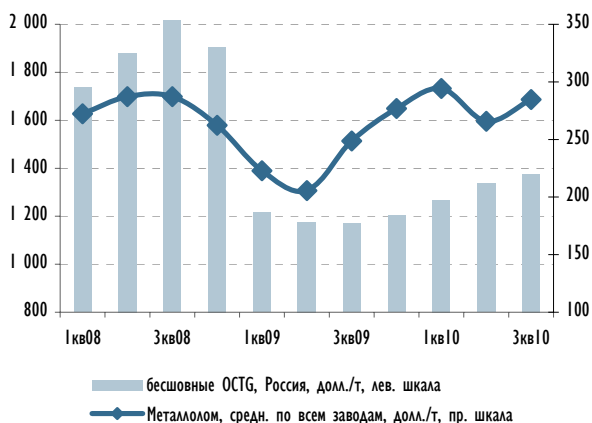
Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Компания имеет возможность переключать рост издержек на сырье на конечных потребителей

С точки зрения рентабельности одним из определяющих моментов для ТМК, очевидно, является динамика цен на сырье – металлолом, штрипс и лист. Мы отмечаем, что на российском рынке цены на бесшовные трубы OCTG, реализуемые ТМК, начиная с первого квартала 2010 года растут, повторяя с некоторым лагом (2 квартала) динамику средних цен на закупаемый металлолом. Таким образом, компания имеет возможность переключать рост издержек на конечных потребителей – хотя «оперативность» напрямую зависит от условий пересмотра цены в рамках заключенных контрактов.

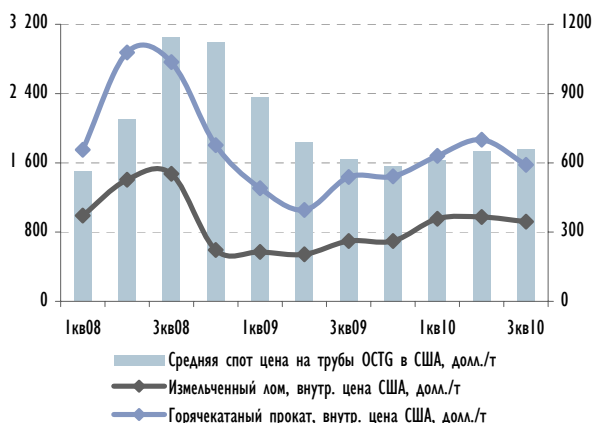
На американском рынке цены на трубы OCTG во втором-третьем кварталах стабилизировались, повторяя динамику цен на лом. Учитывая специфику продаж (существенная доля реализуется на спотовом рынке), а также отсутствие в настоящий момент избыточного предложения труб OCTG, мы полагаем, что на американском рынке ТМК также может заложить любой непредвиденный рост расходов на сырье в цену. При этом, по оценкам отраслевых аналитиков, цены на металлолом в США в 4-м квартале могут снизиться к уровню 3-го кв. 2010 г.

Средние цены продаж бесшовных труб OCTG ТМК и цен на сырье, Россия, долл./т



Источник: ТМК, Металл эксперт

Средние цены на трубы OCTG и цены на сырье, США, долл./т



Источник: PipeLogix, Bloomberg, Steel Business Briefing

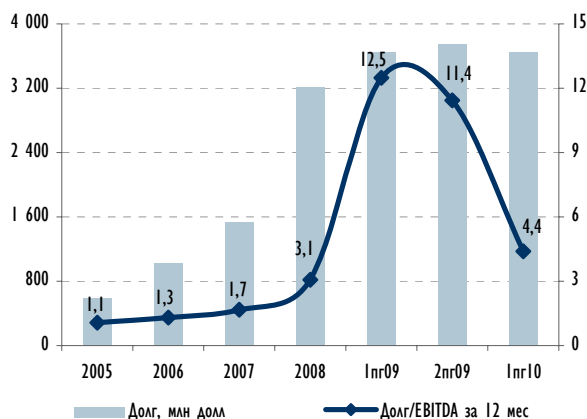


Органический рост и новые приобретения в 2007 – 2008 гг. финансировались за счет увеличения долга

Долговая нагрузка и ликвидность

В 2007 – 2008 гг. ТМК активно использовала заемные источники для финансирования органического роста бизнеса и новых приобретений. Наиболее существенный рост кредитного плеча повлекло за собой приобретение активов IPSCO и NS Group за 1,2 млрд долл., в результате которого к концу 2008 г. общий объем долга достиг 3,2 млрд долл., или 3,1x в терминах «Долг/ЕБИТДА». При этом на конец 2008 г. 70% долга было краткосрочным.

Динамика долговой нагрузки ТМК, млн долл.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Доля краткосрочной задолженности сокращена с 70% на конец 2008 г. до 23% по итогам 1П10 г.

В течение прошлого года компании удалось справиться с бременем короткого долга и даже привлечь дополнительные средства на исполнение опциона по покупке у Евраза оставшейся части американских активов (49% акций NS Group), главным образом за счет кредитов, предоставленных крупными российскими банками. На конец 2009 года доля краткосрочной задолженности сократилась до 41%, тогда как на 30/06/2010 она составляла 23%. В текущем году ТМК разместила пятилетние конвертируемые облигации на 412,5 млн долл., направив средства на рефинансирование.

В рамках действующих ковенант ТМК ограничена в возможностях увеличивать долг

Ухудшение кредитных метрик в 2009 году повлекло за собой срабатывание ковенант, предусмотренных выпуском LPN ТМК (после выкупа в августе 2009 г. на рынке остаются бумаги на 187 млн долл.). В итоге, не подвергаясь риску предъявления к досрочному погашению, в настоящий момент ТМК может привлекать новый долг лишь в рамках «разрешенной задолженности», то есть, главным образом, на цели рефинансирования.

Помимо оптимизации структуры долга по срокам, мы отмечаем усилия компании по снижению средней процентной ставки, что, на наш взгляд, является довольно важным, учитывая ощутимое давление расходов по обслуживанию долга на денежные потоки. В частности, в первом полугодии 2010 г. практически весь операционный денежный поток компании был израсходован на выплату процентов по долгу, в результате чего свободный денежный поток после капитальных вложений был отрицательным (-149 млн долл.).

В марте и августе 2010 г. ТМК договорилась о снижении ставок по двум наиболее крупным кредитам – кредиту Газпромбанка на 1.1 млрд долл. и кредиту ВТБ на 450 млн долл. В настоящий момент средняя ставка по обязательствам в долларах составляет 7,85%, по рублевым обязательствам – около 11%, в ближайшей перспективе компания планирует снизить ее до 10%.

Крупнейшие кредиты и займы ТМК представлены в таблице ниже.

Крупнейшие кредиты и займы ТМК на 30 июня 2010 г.

Кредитор	Валюта займа	Объем, млн долл.	Использовано, млн долл.	Дата привлечения	Дата погашения	Комментарии / использование средств
Газпромбанк	USD	1 107	1 107	январь 2009 г.	январь 2014 г.	
ВТБ	USD	450	450	август 2009 г.	август 2012 г.	
ВТБ	USD	94	94	март 2010 г.	март 2011 г.	С возможностью пролонгации на 5 лет
ТМК 2011 LPN	USD	187	187	июль 2008 г.	июль 2011 г.	
Облигации ТМК-3	RUB	160	160	ноябрь 2005 г.	февраль 2011 г.	
ТМК 2015 конв. облигации	USD	412	412	февраль 2010 г.	февраль 2015 г.	Пут-опцион через 3 года, колл-опцион через 3 года в случае превышения стоимостью GDR цены конвертации на 30% или, если количество бумаг в обращении будет менее 15% объема выпуска
Газпромбанк	RUB	160	160	август 2010 г.	август 2013 г.	

Источник: Отчетность ТМК по МСФО за 1П10 г., эмиссионная документация выпуска конвертируемых облигаций ТМК

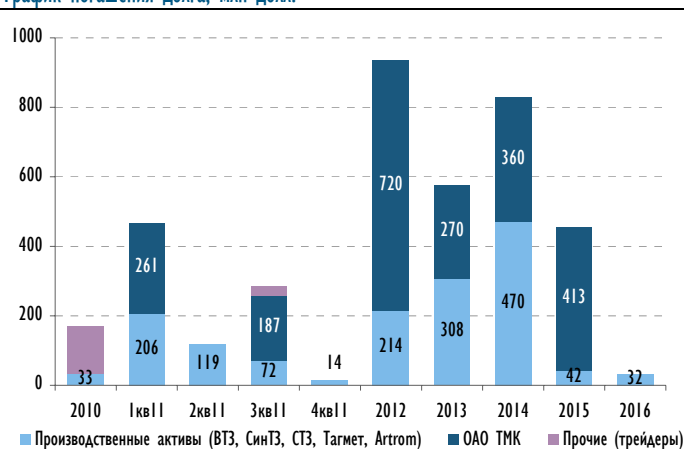
По состоянию на 15 октября 2010 г. общий объем финансового долга ТМК составлял 3,88 млрд долл. 57% этой суммы приходилось на займы материнской компании Группы – ОАО «ТМК», 39% – обязательства производственных «дочек» (заводы в России и Европе), в основном представленные кредитами крупных российских банков (Газпромбанк, Сбербанк, ВТБ), в том числе полученными в 3–4 кв. 2009 г. с применением механизма госгарантии на 50% объем займа.

Структура кредитного портфеля на 15.10.2010 г.

Заемщик	Объем, млн долл.	% от общей суммы
ОАО ТМК	2 210	57%
Производственные активы, в т. ч.	1 509	39%
ВТЗ	600	15%
СТЗ	417	11%
Тагмет	213	5%
СинТЗ	251	6%
Artom	26	1%
Прочие (трейдеры)	164	4%
Итого	3 883	100%

Источник: данные компании

График погашения долга, млн долл.



Источник: данные компании

Пик погашений в 2011 году приходится на первый квартал – размещение биржевых облигаций позволит создать резерв для рефинансирования долга

В 2011 году «пик» погашений по долгу приходится на 1-й квартал: компании предстоит исполнить обязательства на 467 млн долл., в том числе 261 млн долл. – долг материнской компании, ОАО «ТМК». Крупнейшей выплатой будет погашение рублевого выпуска облигаций ТМК-3 на 5 млрд руб. (около 164 млн долл.). Размещение биржевых облигаций позволит создать запас ликвидности для рефинансирования долга в первом квартале 2011 г.

В целом, продолжающееся восстановление денежных потоков ТМК должно способствовать улучшению кредитных метрик в среднесрочной перспективе: исходя из текущего уровня долга и консенсус-прогноза Bloomberg по EBITDA компании на 2010 и 2011 г. на уровне 956 млн долл. и 1,23 млрд долл., левэридж в терминах «Долг/EBITDA» на конец года сократится до 4,1x (на конец 1П10 г. – 4,4x), в 2011 году – до 3,2x.



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёжкин, СГА

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов

+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Евгений Терещенко

+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.