

## НОВЫЙ КУПОН ПО ВЫПУСКУ ТМК-3 В РАЗМЕРЕ 9,8%

Группа ТМК, ведущий российский производитель трубной продукции, недавно установила новую ставку купона по выпуску ТМК-3 объемом 5 млрд руб. на уровне 9,8%. В настоящий момент держатели облигаций стоят перед выбором: предъявить бумагу к оферте или удерживать ее в течение последнего года обращения. По нашему мнению, при доходности к погашению на уровне 10,05% на один год (соответствующей новой ставке купона) у выпуска ТМК-3 едва ли найдутся конкуренты среди высококачественных коротких корпоративных облигаций, имеющих кредитные рейтинги.

**Объем производства по итогам 2009 г. превысил прогнозы.** В январе 2010 г. ТМК опубликовала отличные операционные результаты за IV квартал 2009 г. и позитивный прогноз на 2010 г. По итогам отчетного периода объем отгрузки труб вырос сразу на 22% относительно предыдущего квартала и составил 874 тыс. т., что было достигнуто за счет увеличения производства труб нефтегазового сортамента на 42% по сравнению с III кварталом – до 322 тыс. т. Относительно уровня годичной давности объем производства сократился на 13% и составил 2,8 млн т, превысив наш прогноз на 5%. Производство труб большого диаметра резко возросло – на 116% относительно предыдущего квартала и достигло 151 тыс. т. Увеличение производства этой продукции было связано со строительством Газпромом и Транснефтью крупных газо- и нефтепроводов. Вслед за 15-процентным увеличением объема продаж труб в III квартале 2009 г., ТМК в IV квартале увеличил продажи еще на 22%, добившись второго результата за всю историю компании (только в III квартале 2008 г. компания произвела больше – 941 тыс. т труб).

**Заметные улучшения во всех сегментах.** Необходимо отметить, что в прошлом году доля ТМК на российском рынке труб нефтегазового сортамента выросла на 9 до 69%. Основными факторами роста в IV квартале были восстановление спроса на бесшовные нефтегазопромысловые и линейные трубы, а также продолжающийся рост в сегменте труб большого диаметра, но компания заявила также о повышении спроса со стороны российского машиностроения и строительной отрасли. В США ТМК-IPSCO увеличила объем производства на 35% до 129 тыс. т в условиях последовательного повышения спроса на нефтегазопромысловые трубы. В настоящее время их складские запасы в США покрывают девятимесячный объем потребления (против 15-месячного во II квартале 2009), но все еще слишком велики по сравнению с нормальным, пяти-шестимесячным уровнем запасов.

**Положительный прогноз на 2010 г.** Компания представила также положительный прогноз по итогам 2010 г., в соответствии с которым объем продаж превысит уровень 2008 г. за счет недавней модернизации производственных мощностей и восстановления спроса. Руководство компании также прогнозирует по итогам 2010 г. рост производства труб большого диаметра на 50%. В нынешнем году компания планирует повысить цены на трубную продукцию, чтобы компенсировать рост цен на металлолом и сырье. По нашему мнению, ТМК еще предстоит убедить рынок в том, что компания в состоянии повышать цены реализации трубной продукции российским нефтегазовым компаниям при росте цен на лом и сталь, но, учитывая больший, чем ожидалось, объем производства в IV квартале 2009 г. мы, вероятно, повысим прогноз производства по итогам 2010–2011 гг.

## ОФЕРТА

### Основные показатели ТМК

Финансовые результаты по МСФО, млн долл.

	2008	I кв 09	2009П
Выручка	5 690,0	1 478,6	3 630,0
Валовая прибыль	1 437,6	223,9	
ЕБИТДА	828,0	96,3	485,0
ЕБИТ	580,3	(54,4)	
Чистая прибыль	198,5	(203,8)	
Краткосрочный долг	2 216,5	1 968,5	1 355,0
Долгосрочный долг	994,2	1 681,8	2 408,0
Долг	3 210,7	3 650,3	3 763,0
Собственный капитал	1 910,4	1 596,8	
Валовая рентабельность, %	25,3	15,1	
Рентабельность ЕБИТДА, %	14,6	6,5	13,4
Рентабельность ЕБИТ, %	10,2	(3,7)	
Чистая рентабельность, %	3,5	(13,8)	
Долг/ЕБИТДА	3,88	7,19	7,76
Чистый долг/ЕБИТДА	3,70	7,02	7,26
ЕБИТДА/Проц. расходы	3,0	0,5	1,2
Долг/Собств. капитал	1,68	2,29	
Долг/Активы	0,45	0,56	
Краткосрочный долг/Долг	69,0	53,9	36,0
Кэфф. текущ. ликвидности	0,61	0,66	
Ден. средства/Краткосрочный долг	0,06	0,04	0,18

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Новый купон по выпуску ТМК-3 в размере 9,8%**

**Отличные операционные результаты IV квартала**

Операционные показатели ТМК за IV квартал 2009 г., тыс. т

	I кв. 09	II кв. 09	III кв.09	IV кв.09	Изм. за кв., %	2008	2009	Изм. за год, %
Бесшовные трубы	401	364	410	495	21	1985	1670	(16)
<b>Нефтегазопромысловые трубы</b>	<b>278</b>	<b>220</b>	<b>226</b>	<b>322</b>	<b>42</b>	<b>1261</b>	<b>1046</b>	<b>(17)</b>
Другие бесшовные трубы	123	144	184	173	(6)	724	624	(14)
Сварные трубы	179	258	306	378	24	1242	1122	(10)
<b>Всего</b>	<b>580</b>	<b>622</b>	<b>716</b>	<b>874</b>	<b>22</b>	<b>3227</b>	<b>2792</b>	<b>(13)</b>

Источники: ТМК, оценка УРАЛСИБа

**Череда сделок по реструктуризации долга.** Положительный эффект от высоких операционных показателей был усилен чередой сделок, позволивших существенно улучшить кредитный профиль ТМК. Так, в феврале 2010 г. компания пролонгировала кредит ВЭБа на сумму 450 млн долл. и разместила конвертируемые облигации объемом 412 млн долл. сроком обращения пять лет. Последняя сделка особенно примечательна, поскольку она позволила компании привлечь новые заимствования с целью рефинансирования долга по ставке лишь 5,25%.

В таблице представлен прогноз финансовых показателей ТМК в сравнении с конкурентами из металлургической отрасли.

**Прогноз УРАЛСИБа по металлургическому сектору**

МСФО, млн долл.

	Рейтинги	Продажи	ЕБИТДА	Ден. ср-ва	Кратк. долг	Долгоср. долг	Проц. расходы	Рентаб. ЕБИТДА	Чистый долг	Чистый долг/ЕБИТДА	% краткоср. долг	ЕБИТДА/Проц. расх.	
2008	ММК	ВВ/Ва2/ВВ	10550	2204	1106	1276	405	110	20,9	575	0,3	75,9	20,0
	Евраз	ВВ-/Ва3/ВВ	20380	6323	930	3922	6064	655	31,0	9056	1,4	39,3	9,7
	Мечел	NR	9951	3020	255	5149	220	324	30,3	5115	1,7	95,9	9,3
	НЛМК	ВВВ-/Ва1/ВВ+	11699	4688	2160	1080	1980	217	40,1	900	0,2	35,3	21,6
	Северсталь	ВВ/Ва2/ВВ	22393	5366	2654	1978	6278	506	24,0	5602	1,0	24,0	10,6
ТМК	В+/Ва3	5690	828	143	2216	994	272	14,6	3067	3,7	69,0	3,0	
2009E	ММК	ВВ/Ва3/ВВ	5346	1015	733	1448	1184	103	19,0	1899	1,9	55,0	9,9
	Евраз	В+/В1/В+	10193	1275	1018	3742	4037	636	12,5	6761	5,3	48,1	2,0
	Мечел	NR	5253	891	662	2812	3916	478	17,0	6066	6,8	41,8	1,9
	НЛМК	ВВВ-/Ва1/ВВ+	6106	1385	1267	1126	1668	196	22,7	1527	1,1	40,3	7,1
	Северсталь	ВВ-/Ва3/В+	11971	538	1334	1172	5031	553	4,5	4869	9,1	18,9	1,0
ТМК	В/В1	3630	485	243	1355	2408	400	13,4	3520	7,3	36,0	1,2	
2010P	ММК		7822	1990	709	1725	1412	230	25,4	2428	1,2	55,0	8,7
	Евраз		13657	2548	1589	3337	3445	556	18,7	5193	2,0	49,2	4,6
	Мечел		7833	1832	400	2029	3714	556	23,4	5342	2,9	35,3	3,3
	НЛМК		8191	2380	1963	1126	1268	176	29,1	431	0,2	47,0	13,5
	Северсталь		16077	2102	871	841	5816	493	13,1	5785	2,8	12,6	4,3
ТМК		5230	1182	100	1358	2037	320	22,6	3295	2,8	40,0	3,7	

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

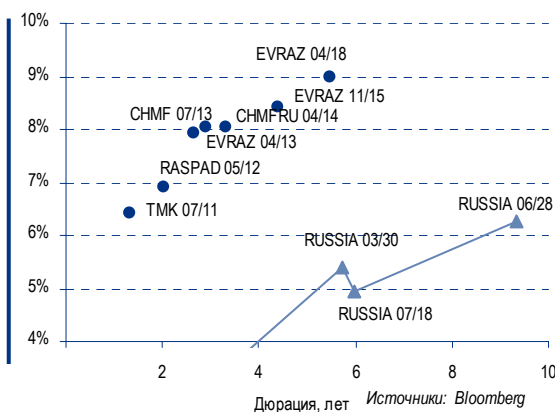
**Улучшение ситуации с ликвидностью в 2009 г.** ТМК вступил в 2009 г. с относительно высокой долговой нагрузкой (отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2008 г. составляло 3,7), объемом краткосрочного долга, равным почти 70% совокупной задолженности и небольшим резервом денежных средств – 143 млн долл. Компания предприняла немалые усилия для улучшения ситуации с ликвидностью, и на конец 2009 г. доля краткосрочного долга в его общем объеме составляла уже лишь 36%. Ввиду снижения рентабельности и сокращения продаж в I полугодии 2009 г. долговая нагрузка ТМК резко возросла, и, по нашему прогнозу, ТМК покажет в отчетности за 2009 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец года, равное 7,3, то есть примерно на уровне показателя Мечела (6,8), но более низкое, чем у Северстали (9,1).

**Восстановление в 2010 г.** Исходя из операционных показателей по итогам II полугодия 2009 г., мы ожидаем, что 2010 г. будет для компании существенно более успешным с финансовой точки зрения. Объем продаж, как ожидается, лишь незначительно уступит показателю 2008 г., а рентабельность по ЕБИТДА будет выше – 22% против 14,6% в 2008 г., что станет следствием низких цен на сырье. В связи с этим мы прогнозируем снижение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА до 2,8. Показатели Мечела и Северстали ожидаются на таком же уровне.

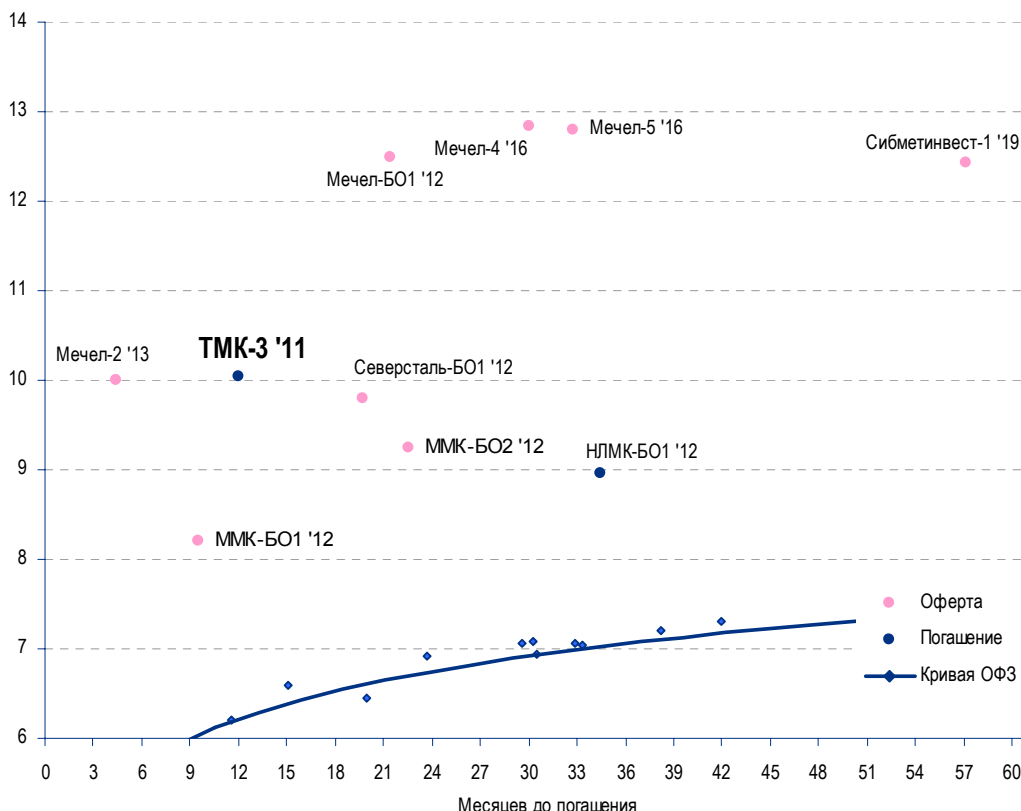
**Новый купон по выпуску ТМК-3 в размере 9,8%**

Компания уступает по кредитному качеству Северстали, но превосходит Мечел. В настоящий момент мы считаем, что облигации ТМК должны торговаться с премией в доходности к Северстали, хотя бы по той причине, что у последней более высокие кредитные рейтинги – следствие существенно более благополучной ситуации с краткосрочной ликвидностью и большего масштаба бизнеса. С другой стороны, по кредитным метрикам ТМК не уступает Мечелу, при том что ТМК присвоены кредитные рейтинги, а у Мечела они отсутствуют. Отсюда следует необходимость дисконта в доходности к облигациям Мечела. На графике справа показано положение еврооблигаций ТМК'11 на рынке внешнего долга: облигации котируются вровень с бумагами Евраза и даже с некоторым дисконтом в доходности к облигациям Северстали.

Корпоративные еврооблигации



Доходности в горно-металлургическом секторе, %



Выпуск оценен справедливо и привлекателен для инвесторов, придерживающихся стратегии buy& hold. На графике представлено положение выпуска ТМК-3 на рынке рублевых облигаций при новом купоне, установленном на срок до погашения. Как видно из графика, в настоящий момент бумага дает премию в размере около 50–70 б.п. к облигациям Северсталь БО1, если учитывать наклон кривой доходностей. Дисконт к кривой Мечела составляет 100–125 б.п. По нашему мнению, выпуск ТМК-3, включенный в ломбардный список и список РЕПО ЦБ, весьма привлекателен как объект инвестиций buy&hold, поскольку, за исключением бумаг банков и девелоперов, мы не видим на рынке рублевых облигаций корпоративных выпусков с рейтингами, которые предлагали бы доходность 10% при дюрации до года. Привлекательность краткосрочной бумаги становится очевидной, если посмотреть на дифференциал в размере 100 б.п. между доходностями ММК-БО1 (9 месяцев) и ММК-БО2 (22 месяца). Таким образом, всего через два-три месяца, ТМК-3, вполне вероятно, будет котироваться с доходностью к погашению на уровне 8–9%.

## Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

**Исполнительный директор, руководитель департамента**  
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Бизнес-блок продаж и торговли

**Руководитель бизнес-блока**  
Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru  
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru  
Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

## Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myr\_nv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

#### Редактирование/полиграфия/перевод

**Нефть и газ**  
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

**Энергетика**  
Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

**Металлургия/Горнодобывающая промышленность**  
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

**Телекоммуникации/Медиа/  
Информационные технологии**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

**Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт**  
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

**Потребительский сектор/Недвижимость**  
Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010