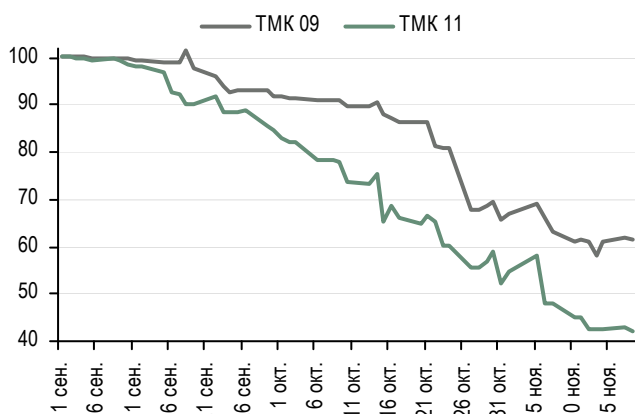


ТМК

Что выше – риски рефинансирования или доходность?

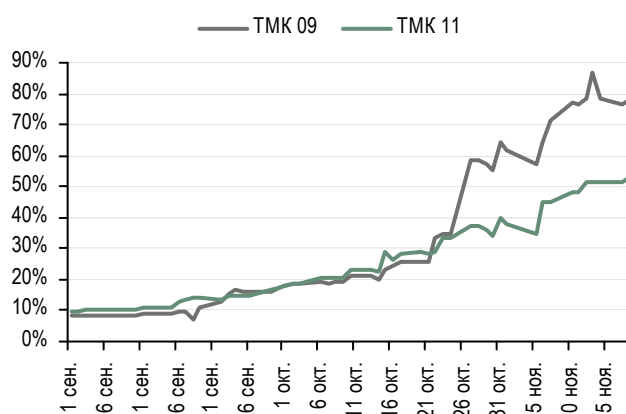
- Самая высокая доходность в сегменте еврооблигаций российских корпоративных эмитентов.** После резкого падения котировок еврооблигации ТМК торгуются на уровнях, предполагающих высокую вероятность дефолта эмитента. Короткие выпуски ТМК 09 (доходность к погашению около 80%) и ТМК 11 (котировки на уровне 43% от номинала и 50%-ная доходность) могли бы принести инвесторам огромную прибыль, если компания докажет свою финансовую состоятельность, или даже благодаря высокой степени возврата долга (*recovery rate*) в случае дефолта.
- Риски рефинансирования действительно высоки.** По состоянию на конец сентября общий долг компании достигал USD3.3 млрд. По нашей оценке, в следующем году ей необходимо погасить приблизительно USD2.7 млрд с учетом процентов. Указанная сумма включает известные крупные обязательства в размере USD1 млрд, выплату Evraz Group USD580 млн за оставшиеся 49% акций NS Group (срок действия опциона истекает в октябре) и USD0.8-1 млрд краткосрочной задолженности перед российским банками.
- Помогут ли банки, подконтрольные государству?** Хорошая новость заключается в том, что отечественные банки, как мы полагаем, согласятся на пролонгацию (рефинансирование) текущих долгов. В сложившейся на рынке ситуации у ТМК, на наш взгляд, не остается других вариантов, кроме как обратиться за помощью к крупнейшим российским банкам либо подать заявку на рефинансирование обязательств во Внешэкономбанк. По нашему мнению, вероятность получения ресурсов достаточно высока, поскольку ТМК является крупнейшим поставщиком труб для стратегически важной нефтегазовой отрасли и работодателем для более 40 тыс. человек на своих российских предприятиях. Мы, тем не менее, провели оценку потенциальной стоимости компании для определения коэффициента возврата долга в случае невозможности рефинансирования и объявления дефолта.
- Не такие плохие перспективы в 2009 г.** ТМК незначительно скорректировала свои планы на текущий год и с оптимизмом смотрит в следующий. Прогнозные показатели мы рассчитывали на основе консервативных допущений, предполагая применительно к России сокращение продаж труб нефтегазового сортамента на 20%, а других видов трубной продукции – на 30%. Показатели рентабельности, на наш взгляд, не должны серьезно пострадать, поскольку ожидаемое в 2009 г. снижение цен на трубы будет компенсироваться уже имеющим место удешевлением производственных факторов. Согласно нашим расчетам в рамках консервативного сценария, в следующем году ТМК получит EBITDA в размере USD450 млн (сумма учитывает только российские и румынские предприятия группы). Определенный оптимизм в отношении перспектив североамериканского дивизиона подкрепляется данными конкурентов – Tenaris и Vallourec. Мы оцениваем EBITDA активов ТМК в Северной Америке в USD400 млн, а значит, на уровне группы суммарная прогнозная EBITDA составит USD0.85 млрд.
- Взыскание долга должно составить почти 100%.** Исходя из стоимости недавних сделок слияний и поглощений, восстановительной стоимости и стоимости сопоставимых компаний, мы рассчитали потенциальную стоимость ТМК, которая покрывает долг компании. Только при использовании исключительно низкого коэффициента 2009П EV/EBITDA на уровне 3.0 расчетная стоимость компании (USD2.55 млрд) оказалась меньше суммы долга, соответствуя 77% возврата. Но даже в таком случае инвестиции в еврооблигации ТМК должны принести отдачу, так как эти инструменты торгуются на более низких ценовых уровнях.
- Выпуск ТМК 11 предпочтительнее, чем ТМК 09.** Хотя выпуск ТМК 11 торгуется с меньшей доходностью, чем более короткий ТМК 09, мы отдаем предпочтение первому ввиду более низких котировок. Во-первых, в случае дефолта даже взыскания 43% долга ТМК будет достаточно для возврата вложений, тогда как покупателям бумаг ТМК 09 потребуются получить 62% задолженности, чтобы компенсировать свои инвестиции. Во-вторых, если ТМК решит вопросы рефинансирования, потенциал роста котировок более длинного и более дешевого выпуска ТМК 11 окажется более значительным. В-третьих, текущая доходность выпуска ТМК 11 достигает 23% против 13.7% для ТМК 09.

Рисунок 1. Котировки еврооблигаций ТМК



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Доходность еврооблигаций ТМК



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Вопросы ликвидности и рефинансирования

Суммарный долг ТМК по состоянию на конец первого полугодия составлял USD3.2 млрд, включая USD2.5 млрд краткосрочной задолженности. В июле был размещен выпуск еврооблигаций ТМК 11 на сумму USD600 млн, а полученные средства были использованы для погашения части синдицированного бридж-кредита, привлеченного для покупки активов группы IPSCO. Судя по последним комментариям менеджмента компании и публикации агентства S&P, на 30 сентября общий долг составлял USD3.3 млрд. Если же учесть, что ТМК традиционно не держала существенного объема денежных средств на балансе, то чистый долг не должен значительно отличаться от валового.

Принимая во внимание известные крупные долги ТМК (включая опцион на выкуп еще 49% акций NS Group), в следующем году компания должна погасить обязательства на USD1.6 млрд. Кроме того, по данным отчетности производственных предприятий ТМК их краткосрочный долг на 30 сентября составлял USD0.8 млрд

Таблица 1. Основные составляющие публичного долга ТМК

Инструмент	Сумма	Срок	Комментарий
ТМК-2	3 млрд руб. (USD109 млн)	3.24.2009	Погашение выпуска рублевых облигаций.
Бридж-кредит	USD600 млн	05.30.2009	Синдицированный бридж-кредит на покупку активов IPSCO.
ТМК 09	USD300 млн	09.29.2009	Погашение выпуска еврооблигаций.
Оферта Evraz Group на покупку 49% акций NS Group	USD580 млн	10.22.2009	49%-ный пакет акций оценен в USD511 млн. ТМК имеет право на опцион колл начиная с 12 июня 2008 г. Evraz Group имеет право на опцион пут с 22 октября 2009 г. С 12 июня 2008 г. до даты исполнения опциона начисляются проценты по ставке 10% годовых.
ТМК-3	5 млрд руб. (USD182 млн)	2.16.2010	Оферта по выпуску рублевых облигаций.
ТМК 11	USD600 млн	07.29.2011	Погашение выпуска еврооблигаций.

Источники: данные компании, ММББ, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Структура долга российских производственных активов ТМК, USD млн

Предприятие	Краткосрочный долг	Долгосрочный долг	Итого
Волжский трубный завод	322	43	366
Северский трубный завод	106	40	146
Синарский трубный завод	212	10	222
Таганрогский металлургический завод	153	77	230
Орский машиностроительный завод	6	0	6
Совокупный долг российских производственных активов	800	170	970

Источник: данные компаний

По нашей оценке, сумма процентов к уплате в 2009 г. достигнет USD0.3 млрд, а значит, всего холдингу предстоит погасить или рефинансировать не менее USD2.7 млрд долга (сумма может быть и больше, так как не включает краткосрочный долг других компаний группы и самого ОАО «ТМК»).

Очевидно, что ТМК не заработает столько прибыли, чтобы выплатить из операционных денежных потоков значительную часть долга. По последним расчетам наших аналитиков по рынку акций, показатель EBITDA составит в следующем году USD1.4 млрд, операционный денежный поток – USD1.1 млрд (до изменений в финансировании и оборотном капитале). Однако учитывая произошедшее резкое ухудшение макроэкономических условий, такой прогноз может оказаться излишне оптимистичным. При более консервативных допущениях (падение российского производства труб нефтегазового сортамента на 20%, а других видов трубной продукции – на 30%) результаты по EBITDA и чистому операционному денежному потоку составят USD1 млрд и USD390 млн соответственно (без учета изменений оборотного капитала). Более подробные расчеты представлены в соответствующем разделе ниже.

Таким образом, ТМК неизбежно придется искать варианты рефинансирования или пролонгации долга, что в нынешних условиях представляется весьма сложной задачей. Рассмотрим возможные благоприятные для заемщика факторы и потенциальные источники ликвидности.

1. Краткосрочные долги российских предприятий ТМК в основном представлены кредитами отечественных банков, включая ВТБ, Сбербанк, Газпромбанк и российскую «дочку» итальянской группы UniCredit. Мы полагаем, что рефинансировать эту часть долга будет проще, а банки будут готовы по крайней мере не снижать уровень задолженности ТМК, что подразумевает де-факто пролонгацию долгов.

2. ТМК могла бы выплатить долги перед нерезидентами при помощи Внешэкономбанка, участвуя в программе по рефинансированию внешней задолженности российских компаний. ТМК, возможно, лучше многих отвечает критериям компаний, которые могут рассчитывать на содействие.

- *Заемщик представляет реальный сектор экономики и имеет стратегическое значение для национальной экономики или отдельных регионов.* На первое октября на российских заводах ТМК было занято более 40 тыс. человек, а сами предприятия являются крупнейшими работодателями и налогоплательщиками в своих городах.
- *Существует угроза потери активов и банкротства заемщика.* Безусловно.
- *Обязательства возникли в результате реализации инвестиционных проектов внутри страны либо покупки российских активов.* В действительности последние крупные заимствования были сделаны ТМК для оплаты покупки активов группы IPSCO, и из внешнего долга, подлежащего погашению в 2009 г., только выпуск еврооблигаций на сумму USD300 млн удовлетворяет критерию. Впрочем, не так просто разграничить, какие ресурсы использовались для финансирования инвестиционных проектов, а какие пошли на приобретения. За последние два с половиной года ТМК израсходовала USD1.5 млрд на инвестиции в России.

Критерии программы оставляют значительную свободу выбора при принятии решений как о предоставлении кредита, так и об отказе, однако мы полагаем, что шансы ТМК на погашение хотя бы выпуска еврооблигаций ТМК 09 на USD300 млн с привлечением средств в рамках этой программы достаточно высоки.

3. Размещение рублевых облигаций. Хотя размещение рублевых обязательств на рынке представляется практически невозможным, компания, по нашему мнению, могла бы при помощи банков провести технический выпуск. Рейтинги ТМК позволяют использовать ее облигации в качестве залога при привлечении средств у Банка России. Эта схема могла бы открыть доступ к ликвидности, но требует участия банков, готовых принять на себя кредитные риски ТМК.

4. Управление оборотным капиталом. К концу прошлого года оборотный капитал ТМК существенно вырос и, естественно, продолжил увеличиваться и в первой половине этого года из-за резкого повышения цен на основное сырье, металлломом и рулонную сталь. На конец первого полугодия оборотный капитал достигал USD0.8 млрд, что больше показателя на начало 2007 г. (следует вычесть USD230 млн оборотного капитала, полученного в результате приобретения активов группы IPSCO). Теперь, когда цены на лом и стальной рулон резко упали и ожидается сокращение производства, можно ожидать уменьшения оборотного капитала до уровня начала прошлого года, что позволило бы высвободить до USD0.5 млрд. Мы надеемся, что компания воздержится от создания значительных запасов во времена повсеместного их сокращения. Следует, впрочем, учесть, что покупатели, вероятно, также будут добиваться увеличения сроков товарных кредитов.

Хотя мы склоняемся к мнению, что ТМК скорее всего получит рефинансирование в подконтрольных государству банках, необходимо оценить вероятность взыскания долга ТМК, если заемщик не сможет рефинансировать задолженность и объявит дефолт.

Консервативный сценарий на 2009 г.

В рамках нашего консервативного сценария на 2009 г. предполагается сокращение объема реализации труб нефтегазового сортамента российскими предприятиями ТМК на 20% (к показателю 2007 г.), а других видов трубной продукции – на 30%.

По нашему мнению, спрос на трубы со стороны нефтегазовой отрасли упадет приблизительно на 20-25% в соответствии с урезанием программы капитальных затрат, о котором объявили некоторые нефтяные компании, включая ЛУКОЙЛ и ТНК-ВР. Поддержание добычи нефти на нынешнем уровне – первоочередная задача, поставленная на правительственном уровне, для решения которой компаниям необходимо продолжать бурение новых скважин на находящиеся в эксплуатации и перспективных месторождениях. Более того, износ трубопроводной инфраструктуры Газпрома и Транснефти подразумевает стабильный спрос на трубы для замены уже отслуживших.

Продажи других видов труб упадут, на наш взгляд, более значительно – на 30% к 2007 г. Ключевые сегменты – строительство, автомобильная промышленность, машиностроение – больше других пострадают от кризисных явлений. Спрос в сегменте труб промышленного назначения постепенно снижался в течение текущего года, и эта тенденция может сохраниться и в 2009 г. Возможно, мы несколько сгущаем краски, однако консервативные допущения не противоречат целям оценки денежных потоков и EBITDA компании в следующем году для определения ее стоимости в случае дефолта.

Можно с уверенностью говорить, что цены на трубы в следующем году упадут на фоне обострения конкуренции в трубной отрасли (особенно в сегменте сварных труб промышленного назначения) и снижения стоимости производственных факторов. Цены на лом, используемый для собственного выпуска заготовок, а также на лист и рулон, используемые в производстве сварных труб, подскочили в первой половине текущего года, но с сентября резко пошли вниз. До конца года горячекатаный прокат может подешеветь еще сильнее, хотя стоимость лома, на наш взгляд, дальше падать не будет. Удешевление производственных факторов в сочетании с недавним повышением цен на трубы на внутреннем рынке может обусловить некоторое улучшение показателей рентабельности в октябре-декабре 2008 г. В следующем году цены на трубы скорректируются, что приведет к снижению рентабельности относительно уровней четвертого квартала 2008 г. приближенно до значений первой половины года. Придерживаясь консервативных допущений, мы исходили из минимальной валовой рентабельности за последние пять лет в сегментах бесшовных и сварных труб (24% и 12% соответственно).

Рисунок 3. Валовая рентабельность ТМК по сегментам



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В рамках вышеописанного сценария выручка ТМК (без учета приобретенных активов IPSCO) в 2009 г. составит USD3.06 млрд, что на 27% меньше прошлогоднего результата. При допущении, что общие, коммерческие и административные расходы останутся на уровне 12% от выручки (прежде показатель колебался в диапазоне 10-12.6%), расчетная операционная прибыль ТМК (без североамериканских дочерних компаний) в следующем году составит USD267 млн, а EBITDA – USD447 млн.

Сложнее рассчитать показатели североамериканского подразделения (назовем его ТМК IPSCO), поскольку ТМК не раскрывает его финансовые результаты как самостоятельного лица либо как отдельной структурной единицы в составе своей консолидированной отчетности. Оба главных конкурента ТМК на международном рынке – компании Tenaris и Vallourec – при публикации отчетности за третий квартал отметили благоприятную конъюнктуру в Северной Америке, где рынок характеризуется значительным спросом и высокой рентабельностью производства труб. Данные ТМК также свидетельствуют о неплохом спросе на трубы на североамериканском рынке, подтверждением чего может служить объем поставок в третьем квартале (232 тыс. тонн). Если учесть, что ТМК рассчитывала получить по итогам 2008 г. EBITDA в размере USD1.15-1.2 млрд (и EBITDA без учета ТМК IPSCO как минимум на уровне прошлого года), то только во втором полугодии североамериканский дивизион получит EBITDA в размере USD250-300 млн. Хотя все три компании (ТМК, Tenaris и Vallourec) пока рассчитывают в следующем году на неплохие результаты деятельности в Северной Америке, для консервативного сценария мы используем EBITDA дивизиона ТМК IPSCO в размере USD400 млн (что соответствует рентабельности EBITDA в 23.5%). Хотя такую рентабельность можно назвать относительно высокой, она, тем не менее, существенно уступает 34%-ной рентабельности EBITDA компании Tenaris.

Таким образом, в рамках нашего умеренно консервативного сценария ТМК в следующем году заработает USD0.85 млрд на уровне EBITDA и получит USD575 млн операционной прибыли, а свободный денежный поток компании составит USD290 млн. При этом мы допускаем капитальные затраты в размере USD156 млн (по данным ТМК, на 80% меньше стоимости инвестиционной программы на 2008 г.) и отсутствие изменений оборотного капитала. Указанные данные используются для дальнейших расчетов стоимости ТМК в случае дефолта и продажи стратегическому инвестору.

Таблица 3. Сценарные допущения

Объем производства, тыс. тонн	2007	2009П
Бесшовные трубы (Россия)	1891	1448
Сварные трубы (Россия)	1045	784
Бесшовные трубы (Румыния)	160	144
Северная Америка		1000
Суммарный объем производства	3096	3376
Цена, USD за тонну		
Бесшовные трубы (Россия)	1397	1397
Сварные трубы (Россия)	1067	1067
Рентабельность, %		
Валовая рентабельность сегмента бесшовных труб (Россия и Румыния)	38%	24%
Валовая рентабельность сегмента сварных труб (Россия)	17%	12%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. Прогноз финансовых показателей ТМК на 2009 г. – консервативный сценарий (USD млн)

Выручка	4 761
Бесшовные трубы (Россия)	2 023
Сварные трубы (Россия)	836
Бесшовные трубы (Румыния)	201
Выручка без учета ТМК IPSCO	3 061
ТМК IPSCO	1 700
Валовая прибыль без учета ТМК IPSCO	634
Бесшовные трубы (Россия)	486
Сварные трубы (Россия)	100
Бесшовные трубы (Румыния)	48
Общие, коммерческие и административные расходы, % от выручки	12%
Общие, коммерческие и административные расходы без учета ТМК IPSCO	367
Операционная прибыль без учета ТМК IPSCO	267
EBITDA без учета ТМК IPSCO	447
Рентабельность EBITDA без учета ТМК IPSCO, %	14.6%
EBITDA ТМК IPSCO	400
Рентабельность EBITDA ТМК IPSCO, %	23.5%
Итого EBITDA	847
Итого операционная прибыль	575
Прибыль до налогообложения	245
Чистая прибыль	172

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Оценка степени возврата долга

Мы рассчитываем возможную стоимость ТМК на основе ценовых коэффициентов, полученных по данным последних сделок слияний и поглощений, восстановительной стоимости и оценок международных сопоставимых компаний. Затем мы сравниваем потенциальную стоимость компании с размером ее долга. Если потенциальная стоимость компании превышает задолженность, мы допускаем, что кредиторы смогут взыскать 100% долга, в противном случае предполагается пропорциональное взыскание.

Слияния и поглощения

Анализируя сделки слияний и поглощений, мы рассматриваем отношения EV/EBITDA и EV/Мощность (цена, уплаченная покупателем за тонну установленной мощности). В таблице ниже приведены последние сделки в отрасли, а более подробная информация представлена в отчете, посвященном покупке ТМК американских активов («ТМК: Go West! ТМК enters the US»), от 18 марта 2008 г.

Таблица 5. Слияния и поглощения

Год	Покупатель	Объект поглощения	Мощность, тыс тонн в год	Стоимость сделки, USD млн	Оценка EV/EBITDA	Цена за тонну мощности, USD
2006	Tenaris	Maverick Tube	1815	3185	6.4	1755
2007	US Steel	Lone Star	910	2050	9.6	2253
2006	IPSCO	NS Group	1250	1460	7.2	1168
2007	Vallourec	Atlas Bradford, TCA, Tube-Alloy	н/д	800	10.8	н/д
2008	ТМК	IPSCO Tubulars, NS Group	1500	1761	5.0	1174
2008	Evrax Group	IPSCO Canada	1500	2359	н/д	1573

Источники: данные компаний, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Применительно к сделке с участием ТМК мы рассчитывали коэффициент EV/EBITDA по прогнозу EBITDA на 2008 г. самой компании, который предполагает, что американский дивизион на уровне EBITDA заработает в первом и втором полугодии USD100 млн и USD200-250 млн соответственно. Таким образом, последние сделки по приобретениям в отрасли, по нашим расчетам, заключались с коэффициентом EV/EBITDA в диапазоне 5-10, тогда как мультипликатор EV/Мощность составлял USD1 200-2 200 за тонну. Кроме того, стоимость сделок зависела от наличия у поглощаемой компании собственного сталелитейного производства. Приобретенные ТМК активы, к примеру, могут производить лишь 480 тыс. тонн стали в год, тогда как канадская часть бизнеса IPSCO располагает двумя электродуговыми печами годовой мощностью 1 млн тонн и прокатными станами годовой производительностью 1.5 млн тонн. Данным обстоятельством объясняется разница в цене, которую покупатели заплатили за активы.

Даже закладывая в расчеты низкие мультипликаторы (в текущем году сделка с участием ТМК, Evrax Group и IPSCO прошла с коэффициентом EV/EBITDA на уровне 5.0) и консервативные допущения, мы получим стоимость ТМК порядка USD4.25 млрд. Если оценить тонну установленной мощности в USD1 200 (очевидно низкий коэффициент, поскольку российские предприятия ТМК в большей степени оснащены сталелитейными мощностями), расчетная стоимость ТМК составит USD7.9 млрд (или USD4.1 млрд, учитывая только ожидаемый объем использования мощности в 2009 г.). В любом случае расчетная стоимость компании превышает ее долг, а значит, часть ее стоимости приходится и на акционеров.

Восстановительная стоимость (стоимость строительства новых мощностей)

Мы объединили статистику по заявленным проектам и проектам, находящимся на стадии строительства или недавно завершённым. Включались проекты трубных компаний по строительству собственного сталеплавильных и литейных производств и заводов по выпуску бесшовных и сварных труб. Стоимость строительства новых мощностей может сильно варьироваться, так как зависит от характеристик оборудования, интеграции плавильного и прокатного производств, необходимости строительства инфраструктуры (т. е. проект развивается с нуля или на базе существующего объекта).

Таблица 6. Стоимость строительства новых мощностей

Компания	Мощность, тыс. тонн в год	Тип производства	Поставщик	Стоимость, USD млн	Комментарий
ЧТПЗ	600	Прямошовные трубы большого диаметра	SMS Meer	600	Ввод в эксплуатацию планируется в 2009 г.
ПНТЗ	950	Сталеплавильный цех, производство заготовки	SMS Demag	400	Ввод в эксплуатацию планируется в 2009 г.
ОМК	1500	Производство стали, станы горячей прокатки		1200	Проект начат в 2005 г., закончен в 2008 г.
ОМК	1500	Стан-5000, толстолистовой прокат	SMS Demag	2000	Ввод в эксплуатацию планируется в 2010 г.
Vallourec & Sumitomo	1000 тыс. тонн стали 600 тыс. тонн бесшовных труб	Новый трубопрокатный комплекс, объединяющий сталелитейное и прокатное производство		1600	Проект начат в 2007 г., ввод в эксплуатацию запланирован на 2010 г.
Tenaris	450	Бесшовные трубы малого диаметра, производство стали		1600	Проект объявлен в 2008 г., ввод в эксплуатацию запланирован на 2011 г.

Источник: данные компаний

По нашей оценке, строительство новейшего производства бесшовных труб в сочетании с собственными мощностями по выпуску трубных заготовок может обойтись в USD800-2 000 в расчете на тонну мощности, а строительство производства сварных труб – в USD300-1 000 на тонну мощности. Возможность использования существующих производственных площадок с относительно развитой инфраструктурой существенно снижает стоимость строительства, что является одним из конкурентных преимуществ ТМК, которая имеет возможность переоснащать старые производства по последнему слову техники, используя существующую инфраструктуру. Согласно нашим расчетам, после приобретения в этом году новых активов, ввода в эксплуатацию электродуговой печи мощностью 1 млн тонн стали на Северском трубном заводе, трубопрокатного комплекса с непрерывным станом годовой мощностью 600 тыс. тонн на Таганрогском металлургическом заводе и комплекса по выпуску прямошовных труб большого диаметра на Волжском трубном заводе суммарная годовая производственная мощность входящих в состав ТМК предприятий достигла 3.4 млн тонн стали (включая 2.8 млн тонн стали, выплавляемой в электродуговых печах; еще 600 тыс. тонн приходится на запланированные к замене устаревшие мартеновские печи на таганрогском заводе), 2.9 млн тонн бесшовных труб и 3.8 млн тонн сварных труб. В следующем году мощности, как ожидается, останутся недозагруженными, но даже при консервативном допущении относительно стоимости строительства новых мощностей ТМК может быть оценена в USD3.4-6.5 млрд.

Таблица 7. Восстановительная стоимость производственных мощностей ТМК

	Мощность, тыс. тонн в год	Низкая оценка		Средняя оценка	
		Себестоимость тонны мощности, USD	Суммарная стоимость, USD млн	Себестоимость тонны мощности, USD	Суммарная стоимость, USD млн
Сталь (электродуговые печи)	2.8	400	1 120	800	2 240
Бесшовные трубы	2.9	400	1 160	800	2 320
Сварные трубы	3.8	300	1 140	500	1 900
Итого			3 420		6 460

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Следует отметить, что строительство с нуля трубного завода полного цикла может занять пару лет, а значит, действующие предприятия должны оцениваться с премией, учитывающей не только стоимость денег во времени, но и сложившиеся отношения с поставщиками и заказчиками.

Сопоставление с конкурентами

Интерес представляют оценки предприятий двух крупнейших производителей труб – компаний Tenaris и Vallourec. С начала года обе компании потеряли 40-60% своей рыночной капитализации, и их рыночные мультипликаторы значительно снизились (ранее коэффициенты EV/EBITDA колебались в диапазоне 5-10). Тем не менее, для оценки стоимости ТМК можно использовать текущие мультипликаторы конкурентов и консервативный прогноз по EBITDA на следующий год.

Таблица 8. Сравнительные коэффициенты трубных компаний на основании EBITDA

Компания	Рын. кап., USD млн	EV, USD млн	EBITDA 2008П*, USD млн	EBITDA 2009П*, USD млн	EV/EBITDA 2008П	EV/EBITDA 2009П
Tenaris	13 585	15 607	3 868	3 846	4.0	4.1
Vallourec	5 561	6 335	2 062	1 896	3.1	3.3
ТМК	674	4 053	1 243	1 750	3.3	2.3

*Среднерыночный прогноз по данным Bloomberg.

Источник: Bloomberg

Таблица 9. Сравнительные коэффициенты трубных компаний на основании мощности

Компания	EV, USD млн	Установленная мощность, тыс. тонн	Используемая мощность*, тыс. тонн	EV на тонну установленной мощности, USD тыс.	EV на тонну используемой мощности, USD тыс.
Tenaris	15 607	6 100	4 000	2 559	3 902
Vallourec	6 335	3 000	2 800	2 112	2 262
ТМК	4 053	6 700	3 250	605	1 247

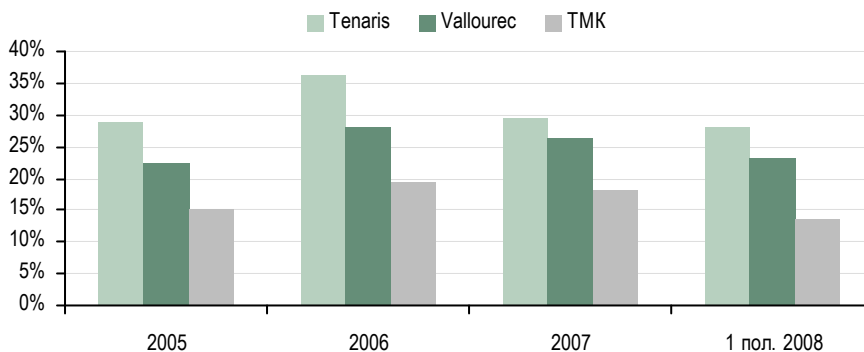
* Ануализированный показатель за девять месяцев 2008 г.

Источники: данные компаний, Bloomberg, агентство Fitch, оценка Ренессанс Капитала

Исходя из консенсусного прогноза Bloomberg EV/EBITDA компаний Tenaris и Vallourec на 2008-2009 гг., для оценки ТМК может быть применен мультипликатор 3-3.3, который дает стоимости компании в размере USD2.55-2.8 млрд. В таком случае не остается стоимости для акционеров, но кредиторы смогут вернуть не менее 77% долга (по нижней границе оценки в USD2.55 млрд), который на данный момент составляет USD3.3 млрд. Такой коэффициент взыскания превышает текущие котировки еврооблигаций ТМК 09 (61% от номинала) и ТМК 11 (42%), следовательно, даже в рамках консервативного сценария инвесторы, решившиеся на покупку долговых инструментов ТМК на нынешних ценовых уровнях, должны вернуть свои вложения.

Стоимость ТМК, рассчитанная по удельной стоимости (на тонну мощности) сопоставимых компаний, с избытком покрывает ее долги. Даже если принимать в расчет только загруженные мощности, при коэффициенте EV/Мощность на уровне USD2 200 за тонну потенциальная стоимость ТМК составит USD7.2 млрд, тогда как вся установленная мощность при коэффициенте USD2 100 за тонну дает оценку в USD14 млрд. Хотя последний расчетный показатель представляется завышенным, он свидетельствует о значительном потенциале роста стоимости ТМК в случае работы на полную мощность и выхода на уровень рентабельности, сопоставимый с показателем компании Vallourec.

Рисунок 4. Операционная рентабельность ТМК и сопоставимых компаний



Источники: данные компаний, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Стоимость компании ТМК по совокупности установленных мощностей по выплавке стали и производству труб значительно превышает сумму долга. ТМК много инвестировала в модернизацию своих заводов и в настоящий момент ее трубные активы – самые современные в России. Более низкая оценка компании на основании коэффициента EV/EBITDA в первую очередь отражает консервативные предпосылки в отношении деятельности в 2009 г. Если рассматривать ТМК исходя из предположения о непрерывности деятельности, ее прибыль и денежные потоки в среднесрочном периоде должны быть достаточными для обслуживания имеющегося долга, а в период следующего экономического подъема компания сможет воспользоваться преимуществами от проведенных расширения и модернизации мощностей.

Тем не менее, обе оценки предполагают, что даже при сценарии дефолта степень возврата долга окажется выше тех ценовых уровней, на которых сейчас торгуются еврооблигации ТМК.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 662 5607

Пол Роджер
PRoger@rencap.com

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеевкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова

Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Дмитрий Ануфриев

Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244-1544

Екатерина Газадзе
Милена Иванова-Вентурини
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 662 5612

Юлия Попова
Елена Ломакина
Екатерина Лизунова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди