

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ТМК (В+/В1/-): слабый финансовый отчет по итогам 1К14, в бумагах компании на прошлой неделе прошло ралли на новостях о китайской сделке Газпрома

В конце прошлой недели ТМК, крупнейший российский производитель труб для нефтегазовой промышленности, опубликовала финансовый отчет по итогам 1К14. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые, что, вместе с тем, оказалось в рамках наших ожиданий. Выручка компании в 1К14 снизилась на 15% г/г (до 1 466 млн. долл.), а EBITDA – сразу на 32.6% г/г (до 184 млн. долл.), что привело к сокращению рентабельности по EBITDA до 12.6% (-3.3 пп г/г). Долг ТМК на конец 1К14 почти не изменился по сравнению с началом года, составив 3 594 млн. долл., в то же время, уровень долговой нагрузки повысился до 4.1x (против 3.8x на начало года) в терминах чистый долг/EBITDA LTM, что, в первую очередь, стало следствием уменьшения показателя EBITDA LTM.

Основными предпосылками к снижению выручки ТМК в 1К14 стало как падение объема отгрузок, так и сохранение слабой ценовой конъюнктуры. Так, по итогам прошлого квартала компания снизила общий объем отгрузок труб на 3.4% г/г (до 1 022 тыс. т) – сокращение было обусловлено снижением отгрузок сварных труб на 8.5% г/г (до 396 тыс. т), в основном ТБД российским дивизионом, тогда как объем поставок бесшовных труб сохранился на уровне прошлого года, составив 626 тыс. т. Вместе с тем, продажи нефтегазовых труб выросли сразу на 13.1% г/г (до 491 тыс. т). Такие результаты были обусловлены, опять же, слабыми показателями российского дивизиона, который в 1К14 сократил продажи на 10% г/г (до 682 тыс. т), тогда как рост отгрузок американского дивизиона на 14% г/г (до 298 тыс. т) не смог, в полной мере, компенсировать это снижение. Заметным фактором стало и существенное ослабление рубля г/г в течение 1К14, учитывая, что отчетность ТМК представлена в долларах, а внутренние поставки обеспечили более 70% всех отгрузок в 1К14. На динамику EBITDA, в свою очередь, повлияло снижение валовой маржи (на 2.2 пп г/г – до 19.2%), поскольку себестоимость продаж снижалась более медленным темпом (на 12.6% г/г) по сравнению с выручкой вследствие ухудшения структуры продаж бесшовных труб.

ТМК по итогам 1К14 сгенерировала нулевой свободный денежный поток, что, тем не менее, лучше прошлогоднего результата, когда он находился в небольшом минусе. В прошлом квартале компания сбалансировала расходы на капитальные инвестиции (CAPEX снизился на 26.6% г/г, составив 69 млн. долл. или 0.4x EBITDA) и операционный денежный поток (за вычетом процентных платежей), показавший рост более чем в 4 раза г/г (до 70 млн. долл.). В отношении денежного потока от финансовой деятельности отметим, что объем привлечения нового долга по итогам 1К14 ограничивался потребностями в рефинансировании ТМК, а дивиденды на 25 млн. долл. были выплачены за счет денежных средств на балансе компании.

Как уже отмечалось выше, сумма долга ТМК (включая обязательства по лизингу) к концу 1К14 существенно не изменилась по сравнению с началом года, снизившись на 2.7% (до 3 594 млн. долл.). Такая динамика вновь стала следствием ослабления рубля в 1К14, в котором номинирована около трети долгового портфеля компании. Доля краткосрочных обязательств в структуре долга выросла до 20% к концу 1К14 (против 10.8% на начало года), однако сохранилась на вполне умеренном уровне. Сохраняющийся высокий уровень долговой нагрузки хоть и является основным фактором, ухудшающим кредитное качество компании, все же

Ключевые финансовые показатели ТМК по итогам 1К14

млн. долл.	1К14	1К13	%
Выручка	1 466	1 725	-15.0%
Валовая прибыль	281	369	-23.8%
EBITDA	184	273	-32.6%
Чистый убыток/(прибыль)	(16)	85	-

	12.6%	15.8%	-3.3 пп
Валовая рентабельность	19.2%	21.4%	-2.2 пп
Рентабельность по EBITDA	12.6%	15.8%	-3.3 пп
Чистая рентабельность	-	4.9%	-
Операц. денеж.поток до изм. в ОК	167	246	-32.1%
Чистый операцион. денеж. поток*	70	16	x4.4
CAPEX	69	94	-26.6%
Свободный денежный поток	1	(78)	-

млн. долл.	1К14	2013	%
Активы	7 004	7 419	-5.6%
в т.ч. денежные средства	68	93	-26.9%
Долг**	3 594	3 694	-2.7%
доля краткосрочного долга	20.0%	10.8%	9.2 пп
Чистый долг	3 526	3 601	-2.1%
Капитал	1 980	2 130	-7.0%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/EITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/EITDA LTM	4.2x	3.9x	-
Чистый долг/EITDA LTM	4.1x	3.8x	-
EITDA/Процентные платежи	3.0x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.8x	1.7x	-

* за вычетом процентных платежей

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей ТМК в 1К14

тыс. тонн	1К14	1К13	%
Бесшовные трубы	626	625	0.2%
Сварные трубы	396	433	-8.5%
Всего труб	1 022	1 058	-3.4%
в т.ч. ОСТГ	491	434	13.1%

тыс. тонн	1К14	4К13	%
Бесшовные трубы	626	642	-2.5%
Сварные трубы	396	471	-15.9%
Всего труб	1 022	1 113	-8.2%
в т.ч. ОСТГ	491	493	-0.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

не является чем-то новым – ТМК успешно функционирует с сопоставимым уровнем долга последние несколько лет. Кроме того, риски рефинансирования компании в текущих условиях можно оценить как невысокие, учитывая наличие невыбранных кредитных линий объемом 1 098 млн. долл. (почти треть от совокупного долга). Это должно помочь компании пройти ближайший пик выплат по долгу в 2015 г., когда ей нужно будет погасить около 910 млн. долл.

Подводя итог, отметим, что финансовая отчетность ТМК по итогам 1К14, в целом, нейтральна для кредитных рейтингов компании, учитывая, что значительное влияние на результаты компании оказали изменения валютных курсов и снижение спроса после ряда масштабных завершений трубопроводных проектов в 4К13. Пока же действия ТМК вполне укладываются в рамки ожиданий агентств для целей поддержания текущих уровней кредитных рейтингов. Насколько мы понимаем, не стоит ожидать существенных изменений и в 2014 г., хотя компании и сообщила, что может снизить на 10-20% объем запланированных на текущий год капвложений (порядка 400 млн. долл.), при этом ослабление курса рубля не должно существенно сказаться на закупках, поскольку основная часть нового оборудования уже была закуплена ранее. Заметного сокращения долговой нагрузки, вероятно, не стоит ожидать ранее конца 2015 г., начиная с которого ТМК намерена ограничиться поддерживающими инвестициями, а высвобождающиеся средства направлять на опережающее погашение долга.

В наиболее ликвидном евробонде компании TRUBRU'20 в течение всей прошлой недели проходило ралли, на ожиданиях заключения эпохальной сделки между Газпромом и CNPC, которое в итоге оправдалось и поддержало дальнейший рост котировок. Напомним, что евробонд компании на волне распродаж, вызванных в начале марта обострением украинского кризиса, показал одну из самых сильных просадок: к середине марта цена TRUBRU'20 снизилась более чем на 10 фигур – до 86.12% от номинала, вслед за чем последовал отскок вверх, однако на начало мая бумага вновь опустилась до локального минимума середины марта. Примерно с середины мая начались покупки на ожиданиях заключения китайской сделки, а подписание соглашения 21 мая поддержало дальнейший рост. В конечном итоге, TRUBRU'20 торгуется сейчас на уровне 96.44% от номинала, став одной из весьма небольшого перечня бумаг, полностью отыгравших потери начала марта. Рост котировок существенно улучшил статистику бумаги и в терминах спреда. Так, с начала крымской распродажи евробонд расширил спред к UST лишь на 30 бп, что заметно лучше рынка в целом, а текущий спред TRUBRU'20 составил около 600 бп. Это существенно уже пиковых значений (около 800 бп), достигнутых на пике распродаж, однако все же на 50 шире среднего спреда за последние 3 месяца. В целом же, бумага торгуется с дисконтом 50 бп к евробонду Евраза (B+/Ba3/BB-), что выглядит справедливо, учитывая заметно лучшие, по крайней мере, на данный момент, перспективы бизнеса ТМК, с учетом того, что китайская сделка Газпрома (включающая строительство трубопровода «Сила Сибири») обеспечит высокую загрузку российских мощностей ТМК, обеспечивающих порядка 25% потребностей внутреннего трубопроводного рынка, в течение ближайших нескольких лет.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

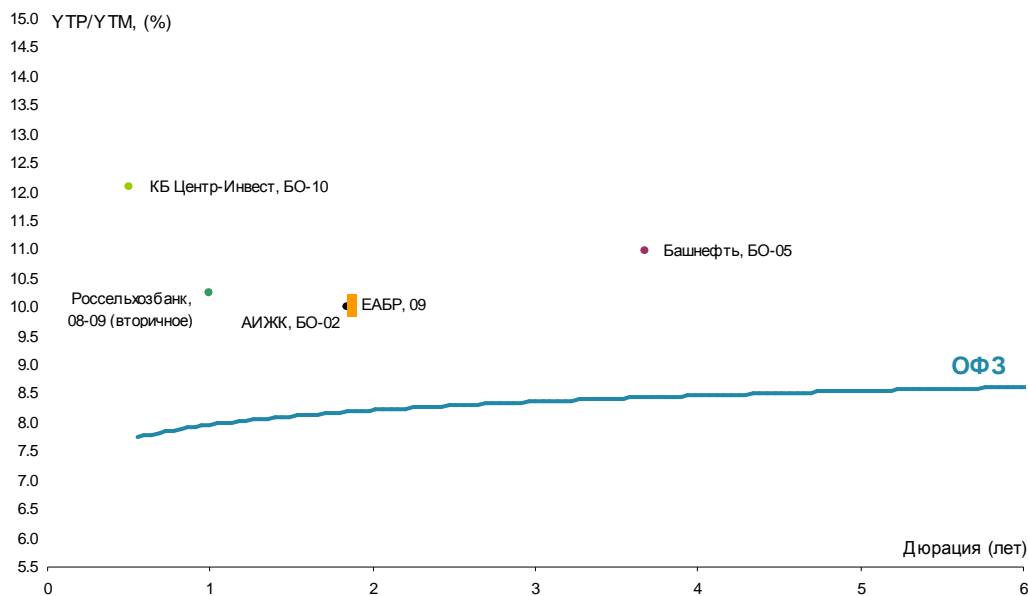
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Россельхозбанк, 08 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Россельхозбанк, 09 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Башнефть, БО-05	- / Ваа2 / BB	да	10 000	10.99	22.05.2014	26.05.2014	нет / 3.68 г	4.5 г / 10 лет
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	10.00	22.05.2014	27.05.2014	нет / 1.84 г	2 г / 3 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ваа3 / -	да	3 000	12.10	22.05.2014	28.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	9.88-10.15	27.05.2014	02.06.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ваа3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов
 Екатерина Гашигуллина

ibcm@zenit.ru
d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.