

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков Кирилл Сычев  
 e.cherdakov@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

**ТМК (В+/В1/-): хороший операционный отчет за 4К14 и 2014 г в целом, евробонды компании могут быть интересны высокорисковым инвесторам**

В конце прошлой недели крупнейший российский производитель нефтегазовых труб опубликовал операционные результаты за 4К14 и 2014 г в целом. Компания показала в 4К14 весьма сильную квартальную динамику, увеличив темпы роста по сравнению с также весьма неплохими итогами 3К14 и улучшив результаты по году в целом. Так, в 4К14 общий объем отгрузок ТМК вырос на 10.4% кв/кв (до 1.22 млн. тонн), при этом поставки труб нефтегазового сортамента (ОСТГ) выросли на 16.4% кв/кв (до 519 тыс. тонн). В 4К14 увеличились отгрузки как сварных (на 8.9% кв/кв, до 525 тыс. тонн), так и бесшовных труб (на 11.6% кв/кв, до 693 тыс. тонн). Сильные показатели в 4К14 были обеспечены увеличением поставок на внутреннем рынке (отгрузки российского дивизиона выросли на 10.3% кв/кв), а также сопоставимыми темпами роста продаж американского дивизиона (на 9.5% кв/кв).

По итогам 2014 г в целом общая отгрузка продукции ТМК выросла (на 1.5% г/г) и составила 4.4 млн. тонн. Сокращение продаж сварных труб на 1.5% г/г (до 1.8 млн. тонн) было компенсировано увеличением отгрузок бесшовных труб на 3.8% г/г (до 2.5 млн. тонн). В то же время, продажи ключевой продукции (ОСТГ-труб) по итогам 2014 г выросли на 5.6% г/г (до 1.9 млн. тонн). Отметим, что рост отгрузок в прошлом году был обеспечен за счет рекордных результатов американского дивизиона на фоне увеличения объемов бурения в США, тогда как поставки на внутренний рынок в 2014 г остались на уровне 2013 г как в сегменте бесшовных, так и сварных труб. ТМК сообщила, что в прошлом году отгрузки американского сегмента увеличились, в целом, на 5.8% г/г, достигнув исторического максимума в 1.2 млн. тонн. Отметим, что рост отгрузок на американском рынке произошел за счет увеличения объемов нефтегазового бурения и освоением запасов нетрадиционных углеводородов, что вызвало рост продаж как сварных (на 3.3% г/г), так и более дорогих бесшовных труб (на 22.6% г/г). Кроме того, выросли и объемы продаж премиальных резьбовых соединений – на 38.5% г/г, также достигнув рекордных уровней. Вместе с тем, цены на нефть, продемонстрировавшие существенное снижение в течение последних нескольких месяцев, безусловно окажут негативное влияние на объемы бурения как в России, так и в США. Так, в США количество буровых вышек за период с начала октября к текущему моменту уже снизилось на 15%, что приведет к сопоставимому падению продаж американского сегмента. Компания ожидает, что на российском рынке объемы отгрузок также покажут умеренное снижение в 1П15, вместе с тем, отгрузки ТМК поддержат реализация крупных инфраструктурных проектов (“Сила Сибири” и “Южный коридор”), что позволит компании увеличить продажи сварных ТБД. Принимая во внимание операционные результаты ТМК за 2014 г, а также наметившийся рост цен на трубы на локальном рынке и фактор ослабления рубля, мы полагаем, что номинированная в долларах выручка ТМК за прошлый год упадет на 5-7% г/г, тогда как сокращение EBITDA может составить 5-10% г/г.

В начале ноября прошлого года, после того как котировки Brent прошли уровень в 85 долл. за баррель и продолжили снижение, инвесторы начали распродавать евробонды ТМК, в результате чего котировки бумаг потеряли от 35 до 40 фигур в цене. С тех пор евробонды хоть и показали небольшой рост котировок (на 400-450 бп), но все еще пребывают на минимумах: TRUBRU'18 торгуется на уровне в 64.56% от номинала, TRUBRU'20 – около 59%. На наш взгляд, текущие цены являются, все же, результатом панической реакции и не отражают кредитные риски компании. Действительно, кредитный профиль ТМК нельзя назвать сильным, прежде всего, с точки зрения уровня долговой нагрузки, и у компании существуют трудности с привлечением финансирования на зарубежных рынках. Вместе с тем, отметим, что доля коротких обязательств в структуре долга ТМК находится приемлемом уровне, а американский дивизион генерирует выручку, которая может быть направлена на погашение валютных обязательств. Исходя из этого, мы считаем, что текущие цены выпусков ТМК и широкий спрэд бумаг, например, к Евразу (В+/Ва3/ВВ-), который составляет сейчас не менее 800 бп, являются неоправданными.

### Динамика операционных показателей ТМК

тыс. тонн	2014	2013	%
Бесшовные трубы	2 541	2 449	3.8%
Сварные трубы	1 836	1 864	-1.5%
<b>Всего труб</b>	<b>4 377</b>	<b>4 313</b>	<b>1.5%</b>
в т.ч. ОСТГ	1 937	1 835	5.6%

тыс. тонн	4К14	3К14	%
Бесшовные трубы	693	621	11.6%
Сварные трубы	525	482	8.9%
<b>Всего труб</b>	<b>1 218</b>	<b>1 103</b>	<b>10.4%</b>
в т.ч. ОСТГ	519	446	16.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

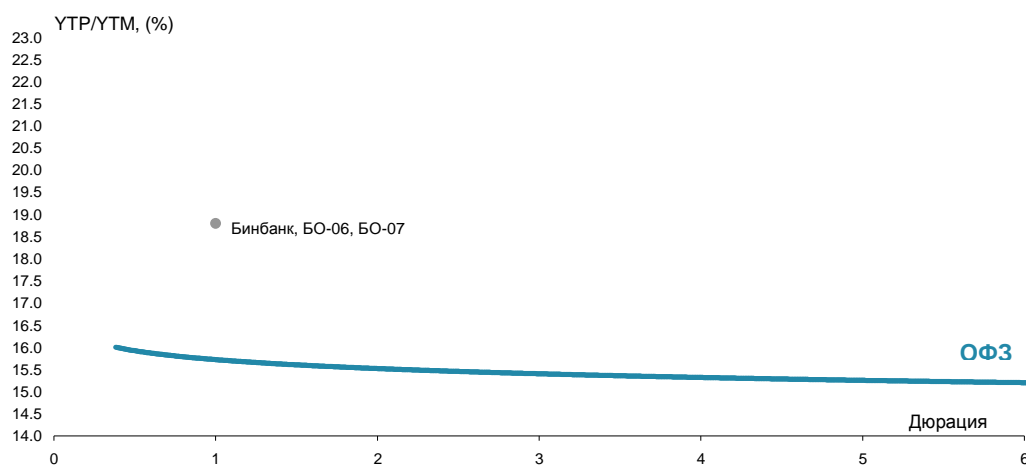
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	18.81	22.01.2015	26.01.2015	нет / 1 г	1 г / 6 лет
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	18.81	22.01.2015	26.01.2015	нет / 1 г	1 г / 6 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
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.5 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.18 г
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.76 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>

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.