

## ТМК: деньги – в трубу

15 апреля 2014



ТМК прожила довольно тяжелый год, столкнувшись с низким спросом из-за отложенных трубопроводных строек «Газпрома» и усиливающейся конкуренции со стороны китайских и корейских производителей. Тем не менее, в 4К13 ситуация заметно улучшилась, а ожидания на последующие годы выглядят достаточно благоприятно.

На наш взгляд, рынок продолжает недооценивать ТМК из-за невысокой информационной прозрачности и неверного отождествления с металлургическими компаниями. Кроме того, негативный эффект может оказывать номинально высокая долговая нагрузка, детальный анализ которой не выявляет поводов для беспокойства.

Мы по-прежнему видим ТМК как зрелую компанию, выступающую на стабильном рынке, и генерирующую уверенно-положительные денежные потоки. Несмотря на ухудшение ситуации на рынке, мы сохраняем позитивный взгляд на компанию.

Мы учли произошедшие изменения на рынке и повышение оценки риска российских компаний в нашей модели, и понижаем оценку справедливой стоимости компании до **123 рублей** за акцию (**\$14,08** за GDR). Потенциал роста 64%. После снижения котировок в марте текущие уровни выглядят привлекательно. Рекомендуем **ПОКУПАТЬ** бумаги.

### Инвестиционные факторы

- ✓ Устойчивый спрос на внутреннем рынке на фоне роста капиталовложений в апстрим сегменте основных игроков на нефтегазовом рынке;
- ✓ Перспективы роста продаж на внешних рынках;
- ✓ Вертикальная интеграция и слабая конъюнктура в металлургии обеспечивает относительно низкие издержки трубного производства;
- ✓ Позитивная динамика структуры продаж со смещением в пользу более маржинального OCTG-сегмента;
- ✓ Пик инвестиционного цикла пройден;
- ✓ Готовность платить дивиденды.

### Факторы риска

- ✗ Прозрачность бизнеса группы остается на относительно невысоком уровне, и это негативно влияет на восприятие бумаги рынком и ее ликвидность;
- ✗ Конкуренция на ключевых для компании рынках остается довольно высокой. Антидемпинговое разбирательство в отношении китайских производителей может улучшить ситуацию;
- ✗ Долговая нагрузка по-прежнему остается достаточно высокой, хотя у нас нет сомнений в платежеспособности ТМК. Компания планирует снизить показатель до 2,5х чистый долг/ЕБИТДА в среднесрочной перспективе. Это должно улучшить восприятие бумаг компании рынком.

### ПОКУПАТЬ

	АО	ADR	GDR
Тикер	TRMK	TMKXY	TMKS
Целевая цена, руб/USD	123	14,08	14,08
Текущая цена, руб/USD	75,2	8,20	8,60
Потенциал роста	63,9%	71,8%	63,8%

### Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн USD	2 016
Количество АО, млн. шт.	938
Количество АП, млн. шт.	-
Free float акций	20,5%
Чистый долг, млн USD	3 600
Чистый долг/ЕБИТДА	3,83

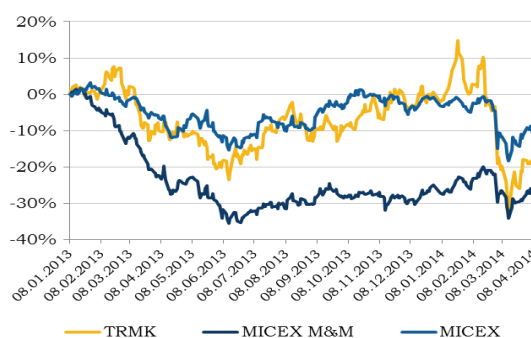
### Финансовые показатели

	2012	2013	2014п
Выручка, млн USD	6 688	6 445	6 698
ЕБИТДА, млн USD	1 009	941	1 051
Рентабельность ЕБИТДА, %	15,1%	14,6%	15,7%
Чистая прибыль, млн USD	282	215	342
Чистая рентабельность	4,2%	3,3%	5,1%

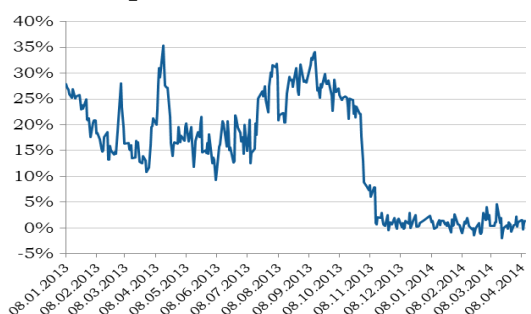
### Основные коэффициенты

	2012	2013	2014п
EV/ЕБИТДА	5,6	6,0	5,3
P/S	0,3	0,3	0,3
P/E	7,1	9,4	5,9

### Относительная динамика торгов



### Премия GDR к акциям



ТМК выпускает широкий спектр трубной продукции для различных отраслей, прежде всего для нефтегазового комплекса. Продукция ТМК используется также в химической промышленности, энергетике, машиностроении, строительстве, сельском хозяйстве и других отраслях. Компания выпускает бесшовные и сварные трубы, стальную заготовку. ТМК поставляет продукцию в сочетании с широким комплексом сервисных услуг по термообработке, нанесению защитных покрытий, нарезке премиальных соединений, складированию и ремонту труб.

На наш взгляд, глубокая вертикальная интеграция, а также широкий спектр продукции и услуг отчасти обуславливают неверное восприятие компании рынком. Инвесторы ставят ТМК в один ряд с диверсифицированными металлургическими холдингами, такими как «Северсталь» или ЕВРАЗ, которые тоже имеют трубную продукцию в номенклатурном ряду. Однако это сопоставление негативно сказывается на оценке бизнеса ТМК, поскольку в действительности основные рынки сбыта, риски и ключевые рыночные тенденции для этих компаний различны.

Возможно, правильнее было бы оценивать ТМК как нефтесервисную компанию, так как основным потребителем и продукцией, и услуг компании является именно нефтегазовый комплекс. Компания постепенно наращивает это направление и старается позиционировать себя как комплексного поставщика решений «под ключ», а не просто производителя труб. Потенциально это должно обеспечить компании устойчивый долгосрочный спрос и стабильные денежные потоки.

Но даже в текущем состоянии рынок трубной продукции в целом менее подвержен внешним колебаниям и демонстрирует более стабильный спрос по сравнению с другой металлургической продукцией.

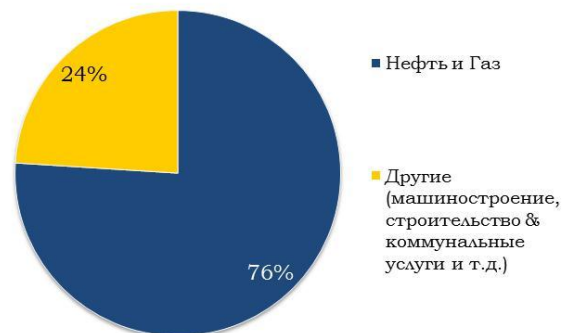
ТМК наиболее полно представлена на рынках России, Европы и США, и развитие ситуации на этих рынках в целом не вызывает у нас опасений.

**Россия** – это ключевой рынок, где ТМК получает порядка 60% выручки и зарабатывает более 80% EBITDA, делая ставку на высокомаржинальные OCTG-трубы для нужд нефтегазовой отрасли, а также на трубы большого диаметра.

Спрос продолжает оставаться устойчивым с постепенным смещением в сторону более премиальных продуктов. В 2013 году, по оценкам ТМК, рынок трубной продукции в России в целом вырос на 4%. При этом доля горизонтального бурения увеличилась до 21%, что обеспечивает стабильно высокий спрос на OCTG-трубы.

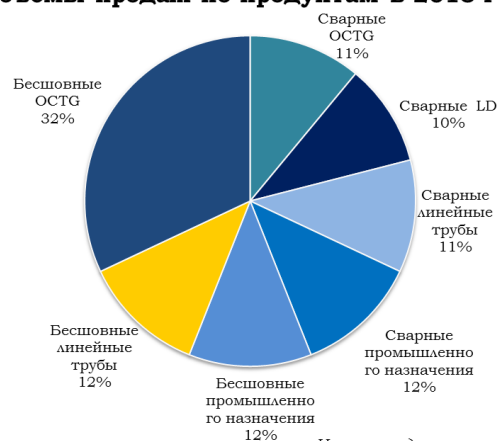
Большинство крупных нефтяных компаний в ближайшие несколько лет проходят пик инвестиционного цикла и запускают много новых месторождений, что

### Продажи по отраслям в 2013 году, %



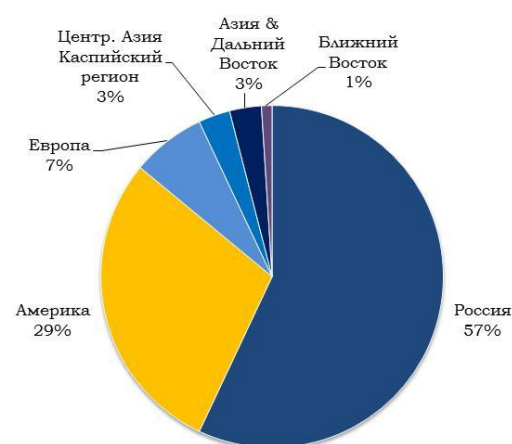
Источник: данные компании

### Объемы продаж по продуктам в 2013 году



Источник: данные компании

### Выручка ТМК в 2013 году по регионам



Источник: данные компании



подразумевает высокую потребность в трубной продукции, поэтому мы ожидаем постепенного увеличения спроса на данном направлении.

Подвешенный статус крупных трубопроводных проектов привел к тому, что рынок ТБД остался фактически на прошлогоднем уровне. Однако в 2014 году ситуация может несколько улучшиться из-за активизации работ по строительству Южного потока. Однако ряд других крупных проектов, таких как «Сила Сибири», до сих пор находятся в подвешенном состоянии. Поэтому вместо бума спроса на ТБД мы ожидаем постепенного повышения спроса и цен на этот вид продукции.

Высокое конкурентное давление на ТМК на внутреннем рынке оказывали китайские производители трубной продукции. По инициативе ТМК против китайских импортёров инициировано антидемпинговое расследование, что может привести к введению пошлин на импорт труб из Китая. Это должно улучшить конкурентную обстановку на рынке и поддержать рентабельность ТМК.

Вторым по важности для ТМК является **североамериканский рынок**. Группа ТМК имеет производственную площадку в США (ТМК IPSCO), и производит сварные и нарезные бесшовные трубы для американского и канадского рынков. На американском рынке ТМК зарабатывает более 15% EBITDA.

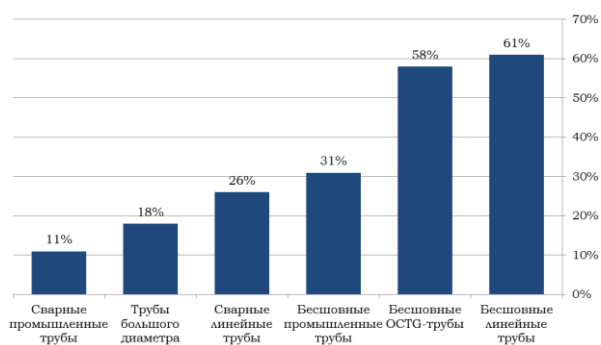
Компания выступает в США как местный производитель, поэтому существенное влияние на конкурентную среду оказывают решения регулятора, ограничивающие импорт.

Согласно отчету департамента США по коммерции, опубликованному в феврале, выпущено предварительное решение о введении антидемпинговых пошлин в отношении ряда стран — Филиппин, Саудовской Аравии, Тайваня, Таиланда, Турции, Украины и Вьетнама.

Предварительное решение департамента указывает на то, что в отношении корейских производителей Hyundai HUSCO и Nexteel Co., Ltd. не будет принято никаких санкций, в то же время, данные компании занимают порядка 25% рынка импортной трубной продукции в США, и их доля стабильно увеличивается. Решение департамента подразумевает, что усиление конкурентного давления со стороны корейских производителей не прекратится в ближайшее время, и это может негативно сказаться на ценовой динамике сварных труб в США. Тем не менее, мы ожидаем, что ТМК удастся удержать свою долю рынка, и дальнейшее смещение продаж в сторону бесшовных труб будет этому способствовать.

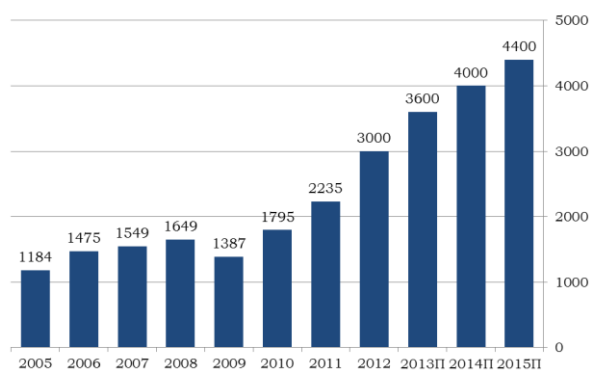
В целом же перспективы американского рынка видятся нам умеренно оптимистичными. Несмотря на то, что количество буровых вышек по данным статистики продолжает стагнировать ниже пиковых уровней 2012

Доля ТМК на российском рынке в 2013 году



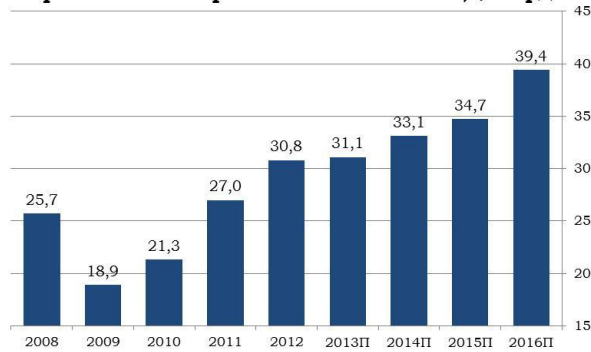
Источник: данные компании

Прогноз горизонтального бурения в России, км



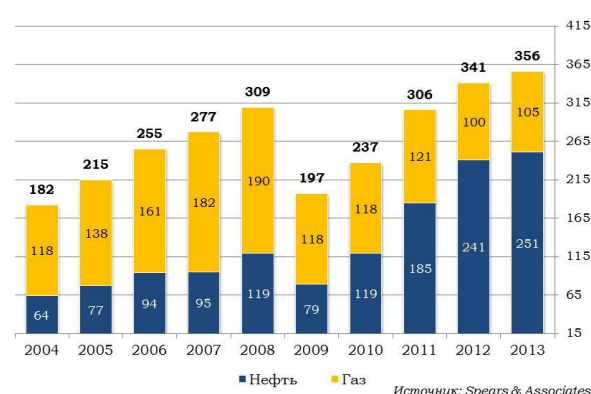
Источник: RenergyCO 2012

Прогноз капитальных затрат ведущих российских нефтегазовых компаний, \$ млрд



Источник: данные компаний

Динамика бурения в США, млн футов



Источник: Spears & Associates



года, рост доли горизонтального и направленного бурения приводит к увеличению количества труб, используемых в расчете на одну вышку, и это стимулирует постепенный рост спроса. Восстановление экономической активности и перспективы выхода американских нефтегазовых компаний на внешние рынки обуславливают позитивные ожидания по дальнейшей динамике потребления трубной продукции в регионе. Рост спроса будет стимулировать восстановление цен и роста рентабельности ТМК в регионе. ТМК уже продает больше премиальной продукции в США, нежели в России, и мы ожидаем, что эта тенденция сохранится.

Есть риски того, что сланцевые проекты потеряют значительную долю поддержки из-за экологических трудностей, но пока официальная риторика свидетельствует об обратной тенденции.

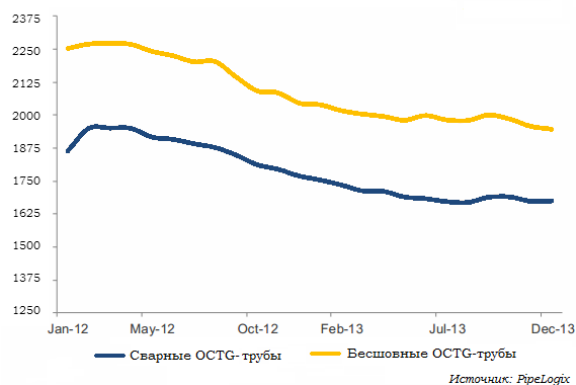
В **Европе** у ТМК есть два завода, расположенных в Румынии, которые производят бесшовную трубную продукцию промышленного назначения, а также сопутствующую металлургическую продукцию (товарные заготовки и профили для производства труб), которая преимущественно используется внутри группы. Европейский дивизион осуществляет не самый большой вклад в финансовые показатели группы (менее 5% выручки), но так как здесь представлены только премиальные бесшовные трубы, а конкуренция ниже, чем в США – рентабельность держится на более высоком уровне, и дальнейший рост продаж на этом направлении выглядит привлекательным.

Впрочем, пока ресурс для роста продаж ограничен производственными мощностями, а также относительно слабым спросом. Ситуация может улучшиться, когда экономическое восстановление в Европе станет более явным. В этом случае рентабельность может быть сопоставимой с российским дивизионом, а загрузка мощностей – приблизиться к 100%-й.

ТМК активно развивает **Ближневосточное** направление, где у компании есть трейдинговая компания, нефтесервисное представительство, а также небольшое производство сварных труб в Омане. Регион выглядит перспективным, так как это наиболее емкий рынок для нефтесервисных услуг и трубной продукции для нефтегазовой отрасли. Хотя пока в отчетности ТМК не выделяет это направление в качестве полноценного сегмента, мы считаем это направление деятельности инвестиционно привлекательным.

В целом мы не ожидаем бурного роста трубного рынка и существенного улучшения финансовых показателей компании в ближайшие годы. Ситуация в отрасли значительно менее депрессивная, нежели в металлургии или угольной промышленности, и рост в дальнейшем будет связан с органическим ростом рынка, а

Средние цены на ОСТГ-трубы в США, \$/тонну



не с восстановлением. При этом мы ожидаем, что выручка ТМК будет расти, а рентабельность по всем дивизионам – постепенно улучшаться за счет повышения цен, роста доли премиальной продукции в продажах и оптимизации затрат. При этом в натуральном выражении существенного роста продаж в ближайшие годы мы не ожидаем.

### Программа развития

Руководство компании отмечает, что компания уже прошла пик инвестиционного цикла, приобретя зарубежные активы и пройдя модернизацию основных производственных площадок. Сейчас ТМК не планирует крупных инвестиционных проектов. На ближайшие три года запланировано \$1,1 млрд инвестиций, что предполагает ежегодные вложения в районе \$300-400 млн в зависимости от конъюнктуры рынка, из которых порядка \$100 млн – обслуживание имеющихся мощностей. Инвестиции ТМК будут направлены на дальнейшую модернизацию производственных мощностей с целью повышения доли высокомаржинальной продукции в продажах и сохранения технологического лидерства на рынке.

Менеджмент ТМК предполагает, что при этом в последующие годы капитальные вложения в целом не будут превышать амортизацию. На наш взгляд, такие прогнозы можно рассматривать как вполне реалистичные. Однако в своей оценке мы исходим из более консервативных предпосылок. Мы ожидаем восстановления цен на сырье и средства производства, что может инфлировать капитальные затраты. Кроме того, мы не исключаем, что ТМК может усилить экспансию на ближневосточном направлении.

Поэтому наш базовый сценарий предполагает, что капитальные вложения в последующие годы все же будут превышать уровень амортизационных отчислений на 10-20% в год.

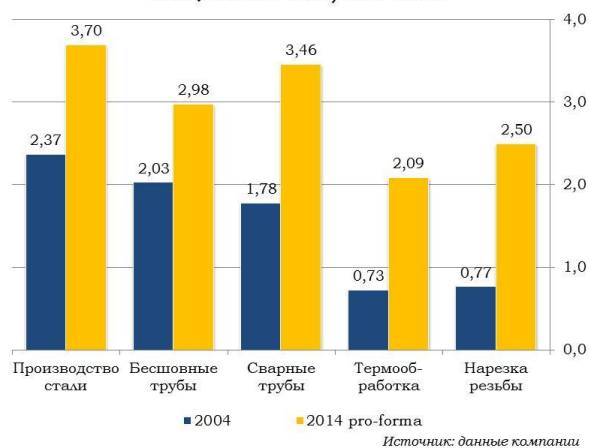
### Долговая нагрузка

Чистый долг группы на конец 2013 года составлял \$3,6 млрд, при скорректированной EBITDA на уровне 952 млн это предполагает долговую нагрузку в районе 3,8х. На первый взгляд, долговая нагрузка выглядит довольно высокой, и, с учетом негативного опыта металлургических компаний, это вызывает опасения у инвесторов.

Однако более детальный анализ долгового портфеля указывает на довольно комфортные условия погашения задолженности, и устойчивость финансового положения компании не должна вызывать существенных вопросов.

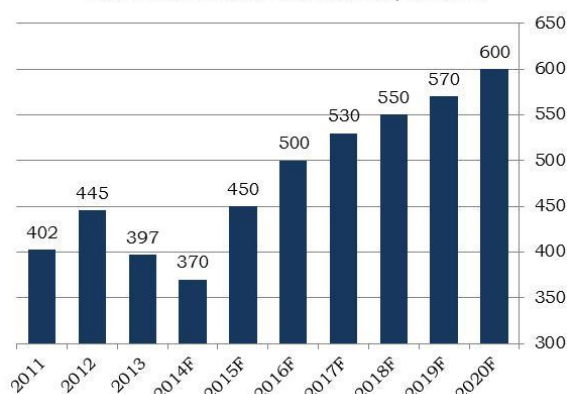
На долю краткосрочных обязательств приходится только 11% долгового портфеля. При этом у компании

**Динамика производственных мощностей ТМК, млн тонн**

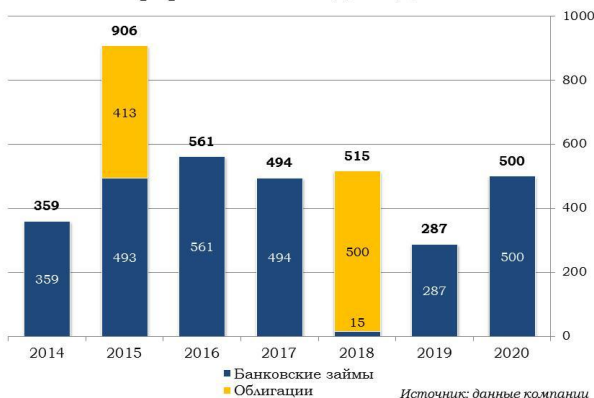


Источник: данные компании

**Капитальные вложения, \$ млн**



**График погашения долга, \$ млн**



Источник: данные компании



имеются невыбранные кредитные линии на сумму порядка \$1,6 млрд. В частности, невыбранный лимит на 2014 год позволяет погасить большую часть краткосрочного долга компании. Мы также позитивно оцениваем тот факт, что порядка 87% долга компании – это необеспеченные кредиты и облигационные займы.

Руководство ТМК прогнозирует постепенное снижение долговой нагрузки до более комфортных 2,5х в течение трех лет. Учитывая, что компания стабильно генерирует положительные свободные денежные потоки, а EBITDA имеет неплохие перспективы для роста, мы оцениваем эти планы как реалистичные, хотя мы и не ожидаем существенного сокращения чистого долга по итогам 2014 года.

Таким образом, несмотря на номинально высокую долговую нагрузку, мы не ожидаем, что у компании могут возникнуть трудности с обслуживанием долга.

### Дивиденды

Дивидендная политика ТМК предполагает выплату в качестве дивидендов не менее 25% чистой прибыли по МСФО, и компания старается следовать этой политике. Выплат не было только в 2009 году, так как компания получила чистый убыток в указанном периоде. В 2010 году выплаты возобновились в размере 25% от прибыли, а в 2011 году достигли 30%, после чего вновь снизились.

Компания старается выплачивать дивиденды на полугодовой основе. За первую половину 2013 года ТМК уже направила акционерам 1,04 рубля на акцию, что соответствует 25% от прибыли за период. Мы ожидаем, что выплаты по итогам года останутся на этом уровне. Таким образом, акционеры могут получить еще приблизительно 75 копеек на бумагу. Итоговая дивидендная доходность с учетом промежуточных выплат может составить порядка 2,5%.

Доходность относительно невысокая, но стабильно выплачиваемые дивиденды – это позитивный сигнал для инвесторов, которые сомневаются в прочности финансового положения компании. Мы ожидаем, что размер выплат может увеличиться впоследствии, после того, как основной раунд сокращения долговой нагрузки будет завершен.

### Депозитарные расписки

У ТМК довольно обширная программа депозитарных расписок. Американские депозитарные расписки (ADR) обращаются на внебиржевой торговой площадке OTCQX под торговым тикером ТМКХУ. Глобальные депозитарные расписки ОАО «ТМК» (GDR) обращаются на Лондонской фондовой бирже под торговым тикером ТМКS;

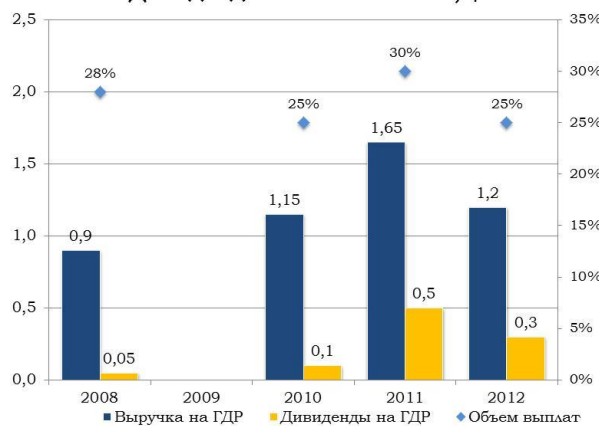
ТМК стала первой российской компанией-эмитентом,

Покрытие краткосрочного долга, \$ млн



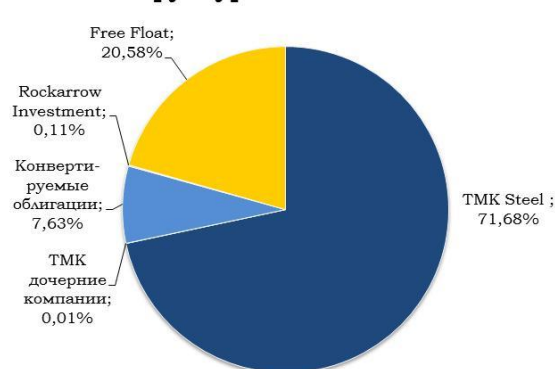
Источник: данные компании

Дивидендные выплаты ТМК, \$



Источник: данные компании

Структура капитала ТМК



Источник: данные компании



GDR которой допущены к торгам на Московской Бирже. На Московской Бирже GDR TMK присвоен код TMKS, под которым ценные бумаги Компании обращаются на LSE. Первые торги GDR TMK на бирже начались в октябре 2013 года, и это драматически упростило ценовой арбитраж между акциями и GDR. Поэтому премия GDR к акциям TMK в размере 20-25%, которая исторически сохранялась из-за выбора лимита конвертации, была фактически нивелирована в течение месяца. Сейчас мы не видим оснований для дисконта или премии GDR и ADR компании к акциям.

### Итоги 2013 года и долгосрочные прогнозы

Чистая прибыль TMK по итогам года составила \$215 млн (на 23% ниже уровня прошлого года), чистый долг сократился на \$93 млн до \$3,6 млрд, а EBITDA составила \$952 млн (на 7% ниже, чем в 2012 г.).

Скорректированный показатель EBITDA уменьшился из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры, при этом рентабельность по EBITDA компании осталась на том же уровне, что и годом ранее — 15%.

На чистую прибыль компании сильно повлиял убыток от курсовых разниц, который составил \$49 млн.

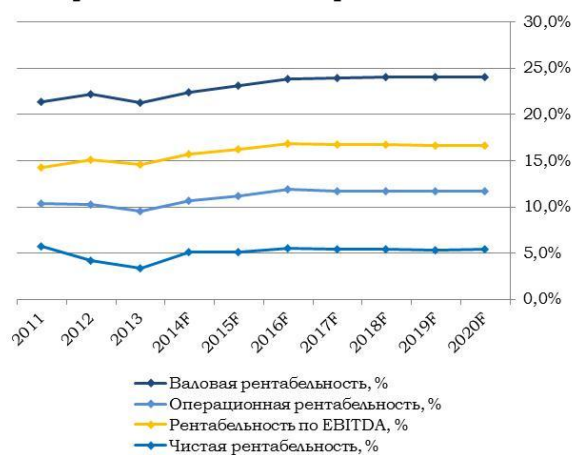
Несмотря на ухудшение по сравнению с 2012 годом и негативную реакцию рынка на отчетность, результаты TMK выглядят неплохо. После довольно слабой отчетности за 9M13 мы ожидали, что падение финансовых показателей по итогам года будет более выраженным.

Выручка по итогам года превзошла наши прогнозы на 2,3%, валовая прибыль – на 2,4%. Чистая прибыль лучше, чем мы ожидали, на 13%, EBITDA – лучше на 15% (частично из-за изменения методики расчета показателя). Превышение прогнозов достигнуто за счет сильных результатов 4K13, где структура продаж улучшилась, а спрос показал признаки восстановления. Мы оцениваем результаты как сильные на фоне довольно слабого спроса, который улучшится в текущем году на фоне более активного развития новых гринфилд-проектов в российской нефтянке и восстановления американской экономики.

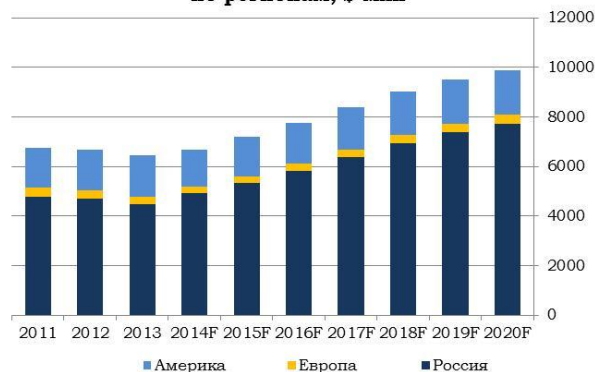
В 2014 году мы ожидаем восстановления выручки до уровней 2011-2012 гг., а также восстановления операционной рентабельности группы. Мы также ожидаем уверенного восстановления чистой прибыли, в том числе за счет положительных курсовых разниц в результате ослабления рубля в первой половине года.

В более длительной перспективе мы ожидаем умеренного роста выручки преимущественно за счет роста цен на продукцию компании и увеличения доли премиальных продаж. Рентабельность будет постепенно

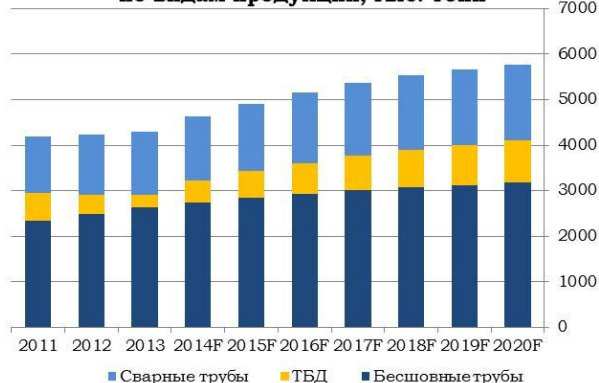
Прогнозная динамика рентабельности



Прогнозная структура выручки по регионам, \$ млн



Прогнозная структура продаж по видам продукции, тыс. тонн



укрепляться. Мы ожидаем, что чистая рентабельность вернется на уровни выше 5%, валовая маржа может приблизиться к 24-25%, а рентабельность на уровне EBITDA – к 16,5-17,0%.

Капиталовложения останутся на умеренном уровне, а долговая нагрузка будет постепенно сокращаться.

### Оценка на основе дисконтирования денежных потоков

Мы оценили справедливую стоимость акций ТМК с помощью методики DCF в рамках описанных выше прогнозов. Справедливая цена для акций компании на конец 2014 года составила **\$3,5 (123 рубля)**, Справедливая стоимость GDR и ADR ТМК, таким образом, составляет **\$14,08** за расписку.

Снижение по сравнению с предыдущей оценкой обусловлено более консервативными ожиданиями относительно восстановления американского рынка и более низким спросом на ТБД из-за задержки запуска крупных трубопроводных проектов. При этом наша оценка все еще предполагает значительный потенциал роста к текущим котировкам – порядка 60%.

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции ТМК, оцениваем позиции бумаг компании достаточно сильно и не ожидаем существенного снижения, даже в случае если ситуация на рынках будет оставаться тяжелой. ТМК выступает в Европе и США как местный производитель, поэтому мы не ожидаем каких либо санкций в отношении продукции компании, даже если внешнеполитическая обстановка продолжит ухудшаться.

В своей оценке мы использовали достаточно консервативные предпосылки:

- ✓ Мы прогнозируем долгосрочный темп роста для денежного потока 2%, что достаточно консервативно, учитывая текущую динамику трубного рынка;
- ✓ Средневзвешенная стоимость капитала оценена нами на уровне 11,4%, что учитывает низкую стоимость долга компании, а также невысокую информационную прозрачность;
- ✓ Чистый долг на конец года составит приблизительно \$3,7 млрд.;
- ✓ Справедливый дисконт между GDR, ADR и акциями компании отсутствует.

### Оценка ТМК методом дисконтирования денежных потоков

<i>mln USD</i>	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Net Sales	6 754	6 688	6 445	6 698	7 197	7 755	8 385	9 015	9 518	9 897
(-) Costs of Sale	5 307	5 204	5 074	5 199	5 533	5 904	6 377	6 849	7 228	7 513
(-) SG&A	749	800	756	784	856	931	1 023	1 109	1 180	1 227
(=) EBIT	697	683	615	716	808	920	985	1 057	1 110	1 157
EBIT*(1-T)	481	464	405	487	566	644	690	740	777	810
(+) D&A	267	326	326	335	360	388	419	451	476	495
(-) CAPEX	402	445	397	370	450	500	530	550	570	600
(-) CWC	-156	-34	-159	-35	81	-3	37	0	0	5
<b>(=) FREE CASH FLOW</b>	<b>501</b>	<b>379</b>	<b>493</b>	<b>487</b>	<b>395</b>	<b>535</b>	<b>542</b>	<b>641</b>	<b>683</b>	<b>700</b>

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC

Расчет стоимости капитала	
Заемные средства, %	65,2%
Стоимость заимствований	6,8%
Собственные средства, %	34,8%
Стоимость собственных средств	22,6%
<b>WACC</b>	<b>11,4%</b>

Оценка методом DCF	
NPV, млн. USD	7 001
Чистый долг, млн USD	3 700
Справедливая стоимость акционерного капитала, млн. USD	3 301
Акции в обращении, млн. штук	938
Текущая цена акций, руб	75
<b>Целевая цена, руб.</b>	<b>123</b>
<b>Потенциал</b>	<b>63,5%</b>



## Сравнительный анализ

Мы провели сравнительный анализ ТМК. Поскольку инвесторы невольно сравнивают ТМК с другими российскими металлургами, мы, в том числе, сравнили компанию с другими предприятиями черной металлургии в России и за рубежом. Кроме того, мы использовали в качестве аналогов группу зарубежных трубных компаний. При оценке мы использовали такие показатели как EV/EBITDA, P/E и P/S.

Как мы и ожидали, сравнение с другими российскими металлургическими компаниями дает неверное представление о бизнесе ТМК. Компания демонстрирует ощутимо лучшие показатели рентабельности и более стабильный бизнес. При этом большинство российских черных металлургов последние два года испытывают большие проблемы с чистой рентабельностью, демонстрируя символическую прибыль или убыток. Это приводит к тому, что рынок ориентируется не на показатели прибыли, такие как P/E, по которому ТМК выглядит в 2-3 раза дешевле большинства российских металлургов, а на показатель EV/EBITDA, по которому ТМК не смотрится дешевле рынка. На наш взгляд, такая позиция искажает реальное положение вещей.

При сравнении с зарубежными диверсифицированными металлургическими холдингами наблюдается похожая картина, с той разницей, что эти компании в среднем в полтора раза дороже, что объясняется страновыми рисками и лучшей рентабельностью зарубежных компаний. Тем не менее, мы отмечаем, что на фоне этих компаний ТМК выглядит недооцененной по EV/EBITDA на 40-50%. По P/E сохраняется недооценка в два-три раза, аналогично российским металлургам. При этом по долговой нагрузке эти компании выглядят не лучше ТМК, что в долгосрочной перспективе может указывать на потенциал восстановления котировок ТМК.

Мы также сравнили ТМК с другими трубными компаниями, однако и эта группа аналогов является не слишком близкой, поскольку компании, которые попали в этот список, достаточно разнородны и, в зависимости от занимаемой ниши, отличаются по рентабельности и долговой нагрузке. Тем не менее, сравнение демонстрирует существенную недооценку ТМК.

В целом же, сравнительный анализ отражает наш тезис о том, что улучшение позиционирование компании на рынке капитала может существенно повысить ее оценку со стороны инвестиционного сообщества.

### ТМК относительно российских металлургических холдингов

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	
НЛМК	5,28	6,85	5,93	0,61	0,67	0,68	8,90	19,78	15,20	1,85
ММК	3,75	4,80	4,58	0,20	0,23	0,23	78,38	-	-	3,16
Северсталь	4,77	5,23	4,94	0,47	0,51	0,51	7,15	12,52	10,34	1,84
Мечел	6,65	13,02	12,14	0,04	0,05	0,05	-	-	-	11,00
Евраз	4,71	5,19	5,40	0,15	0,15	0,15	22,41	-	-	4,94
Челябинский ТПЗ	5,36	-	-	0,10	-	-	22,11	-	-	-
<b>ТМК</b>	<b>5,56</b>	<b>5,97</b>	<b>5,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>7,15</b>	<b>9,40</b>	<b>5,89</b>	<b>3,83</b>
Среднее	5,03	5,23	5,40	0,18	0,23	0,23	22,11	16,15	12,77	3,16
Справедливая стоимость акции, руб.	67,9	65,9	76,0	44,1	55,3	56,2	232,7	129,3	163,0	
Потенциал	<b>-9,7%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-41,3%</b>	<b>-26,5%</b>	<b>-25,2%</b>	<b>209,4%</b>	<b>71,9%</b>	<b>116,7%</b>	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC



### ТМК относительно зарубежных металлургических холдингов

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	
NUCOR	12,12	12,80	9,38	0,84	0,86	0,82	31,60	36,36	21,46	1,94
US STEEL	7,09	9,32	5,90	0,21	0,23	0,22	35,37	-	15,79	4,31
NIPPON STEEL	14,90	15,30	8,39	0,63	0,58	0,47	-	-	10,60	3,78
CHINA STEEL	17,59	13,21	11,24	1,09	1,14	1,07	67,04	24,80	22,35	-
HYUNDAI STEEL	12,40	13,48	9,24	0,60	0,63	0,51	8,56	10,41	10,90	8,78
POSCO	7,85	8,58	7,95	0,42	0,44	0,42	9,73	15,35	12,42	3,62
TATA STEEL	7,63	8,38	6,21	0,32	0,30	0,28	9,09	44,58	11,74	4,52
GERDAU	8,05	7,78	6,19	0,57	0,55	0,49	14,64	15,36	10,83	2,50
THYSSENKRUPP	7,40	7,75	6,49	0,27	0,30	0,28	-	-	63,26	2,74
WUHAN IRON & STEEL	7,82	8,20	7,87	0,23	0,23	0,22	41,67	27,34	22,98	-
<b>ТМК</b>	<b>5,56</b>	<b>5,97</b>	<b>5,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>7,15</b>	<b>9,40</b>	<b>5,89</b>	<b>3,83</b>
Среднее	7,95	8,95	7,91	0,49	0,50	0,45	23,12	24,80	14,11	3,70
Справедливая стоимость акции, руб.	107,4	112,7	111,3	123,1	119,5	111,3	243,3	198,4	180,0	
Потенциал	<b>42,9%</b>	<b>49,9%</b>	<b>48,0%</b>	<b>63,7%</b>	<b>58,9%</b>	<b>48,0%</b>	<b>223,6%</b>	<b>163,9%</b>	<b>139,4%</b>	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC

### ТМК относительно трубных компаний

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	
DK TECH CORP	5,79	7,53	6,28	1,35	1,33	1,10	7,80	10,88	7,89	-
HYUNDAI HYSCO	3,10	2,74	8,68	0,15	0,16	0,29	50,70	4,00	10,11	2,60
MARUICHI STEEL TUBE LTD	9,34	8,76	7,23	1,91	1,98	1,70	36,21	20,86	16,09	-2,34
MUELLER WATER PRODUCTS INC-A	15,09	12,33	9,82	1,35	1,28	1,19	278,15	51,52	27,05	3,10
SEAH SPECIAL STEEL CO LTD	-	5,63	-	-	0,29	0,28	-	6,82	6,37	-
SEAH STEEL CORPORATION	6,51	5,83	5,03	0,30	0,31	0,28	7,99	7,54	5,60	2,23
TENARIS SA	8,89	9,20	8,79	2,42	2,44	2,43	13,83	16,57	15,94	-0,34
VALLOUREC	9,31	7,95	7,34	0,98	0,95	0,89	22,40	20,67	16,00	1,85
VALMONT INDUSTRIES	8,94	6,93	7,23	1,34	1,21	1,19	17,52	13,61	14,31	-0,23
XINXING DUCTILE IRON PIPES-A	8,06	-	7,88	0,23	0,21	0,21	8,69	13,90	15,99	-
ZHEJIANG HAILIANG CO -A	-	25,42	21,87	-	0,74	0,68	67,78	30,89	24,28	-
<b>ТМК</b>	<b>5,56</b>	<b>5,97</b>	<b>5,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>7,15</b>	<b>9,40</b>	<b>5,89</b>	<b>3,83</b>
Среднее	8,89	7,74	7,61	1,34	0,95	0,89	19,96	13,90	15,94	1,85
Справедливая стоимость акции, руб.	120,2	97,5	107,1	333,1	227,6	221,6	210,0	111,3	203,5	
Потенциал	<b>59,8%</b>	<b>29,7%</b>	<b>42,4%</b>	<b>343,0%</b>	<b>202,7%</b>	<b>194,7%</b>	<b>179,3%</b>	<b>47,9%</b>	<b>170,6%</b>	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC



### Краткий P&L

	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<i>млн. USD</i>										
<b>Выручка</b>	<b>6 754</b>	<b>6 688</b>	<b>6 445</b>	<b>6 698</b>	<b>7 197</b>	<b>7 755</b>	<b>8 385</b>	<b>9 015</b>	<b>9 518</b>	<b>9 897</b>
<i>Россия</i>	4 788	4 714	4 496	4 920	5 348	5 826	6 377	6 926	7 378	7 732
<i>Америка</i>	1 590	1 650	1 665	1 523	1 584	1 644	1 695	1 753	1 788	1 806
<i>Европа</i>	375	324	284	255	265	284	313	336	353	360
<b>Валовая прибыль</b>	<b>1 446</b>	<b>1 483</b>	<b>1 371</b>	<b>1 500</b>	<b>1 665</b>	<b>1 851</b>	<b>2 008</b>	<b>2 166</b>	<b>2 290</b>	<b>2 384</b>
<i>Валовая рентабельность, %</i>	21,4%	22,2%	21,3%	22,4%	23,1%	23,9%	24,0%	24,0%	24,1%	24,1%
<b>Операционные расходы</b>										
Коммерческие расходы	411	433	379	402	453	504	545	586	619	643
Реклама	9	11	12	13	14	16	17	18	19	20
Административные расходы	283	293	317	322	338	357	402	442	476	495
Расходы на R&D	19	17	13	13	14	16	17	18	19	20
Прочие операционные расходы	40	57	52	54	58	62	67	72	76	79
Прочие операционные доходы	13	11	18	20	22	23	25	27	29	30
<b>Операционная прибыль</b>	<b>697</b>	<b>683</b>	<b>615</b>	<b>716</b>	<b>808</b>	<b>920</b>	<b>985</b>	<b>1 057</b>	<b>1 110</b>	<b>1 157</b>
<i>Операционная рентабельность, %</i>	10,3%	10,2%	9,5%	10,7%	11,2%	11,9%	11,8%	11,7%	11,7%	11,7%
<b>ЕВИТДА</b>										
<i>Рентабельность по ЕВИТДА, %</i>	14,3%	15,1%	14,6%	15,7%	16,2%	16,9%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%
Прибыль до налога	557	415	326	503	523	612	652	698	730	762
<b>Прибыль за год</b>	<b>385</b>	<b>282</b>	<b>215</b>	<b>342</b>	<b>366</b>	<b>428</b>	<b>456</b>	<b>488</b>	<b>511</b>	<b>533</b>
<i>Чистая рентабельность, %</i>	5,7%	4,2%	3,3%	5,1%	5,1%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
<b>Прибыль акционеров</b>	<b>380</b>	<b>277</b>	<b>214</b>	<b>339</b>	<b>363</b>	<b>424</b>	<b>452</b>	<b>483</b>	<b>506</b>	<b>528</b>

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC



## Заключение и рекомендации

Несмотря на то, что рынок трубной продукции в целом про-цикличен, отдельные ниши на этом рынке, такие как трубы для нефтегазовой промышленности, на которые делает акцент ТМК, в большей степени зависят от ситуации внутри отдельных отраслей. Поэтому, в отличие от большинства видов металлургической продукции, трубный рынок, хотя и чувствовал себя неважно в 2013 году, пострадал намного меньше, и перспективы его восстановления выглядят более явно.

Ухудшение ситуации на рынке в значительной степени связано с более осторожным инвестированием нефтегазовых компаний, а также с обострением конкуренции из-за снижения цен на сырье, которое традиционно занимает порядка 70% в себестоимости трубной продукции. ТМК как вертикально интегрированная компания в меньшей степени выиграла от обвала цен на металлургическое сырье по сравнению с производителями из Кореи и Китая, которые постарались активно нарастить свое присутствие на ключевых для ТМК рынках – в России и США. Тем не менее, ТМК в целом удалось удержать свои позиции на рынке и сохранить устойчивое положение, хотя в начале года ситуация и выглядела довольно тяжелой.

На американском рынке наметилось восстановление, которое коснулось всех отраслей, и не в последнюю очередь – нефтегазового сектора. В результате, испытав трудности в 1К13, далее ТМК методично улучшала рентабельность на американском рынке, и по итогам 2013 года вышла на уровне середины 2012 года. Мы ожидаем, что в дальнейшем укрепление рентабельности продолжится, в том числе за счет ограничительных мер против трубного импорта, которые, впрочем, не затронут корейских производителей.

В России, несмотря на то, что запуск крупных апстрим и трубопроводных проектов в нефтегазовом секторе задержался из-за неоднозначной конъюнктуры, ВИНКи не отказались от масштабных планов экспансии, и в ближайшие годы нас ждет запуск большого числа крупных месторождений, а также расширение тех площадок, на которых уже начата добыча. Большинство нефтегазовых компаний будут проходить пик инвестиционного цикла в ближайшие 2-3 года, что обусловит высокий спрос на ОСТГ-трубы. Кроме того, обострение внешнеполитической обстановки в том числе привело и к активизации планов «Газпрома» и «Роснефти» по строительству новых трубопроводов, включая «Южный Поток», «Силу Сибири» и расширение ВСТО. Это обеспечит высокий спрос на нефтегазовые трубы, в том числе ТБД.

На европейском рынке ситуация выглядит стабильно, но по мере выхода европейской экономики из рецессии будет восстанавливаться и спрос на трубную продукцию.

Кроме того, компания продолжает увеличивать долю более дорогих бесшовных труб в продажах, и мы ожидаем, что эта тенденция сохранится в дальнейшем. Таким образом, мы позитивно смотрим на перспективы роста выручки и рентабельности ТМК.

При этом позитивным фактором, на наш взгляд, является то, что ТМК уже осуществила основные капитальные вложения в соответствии с планом развития, и сейчас это зрелая компания, которая не нуждается в масштабных инвестициях, и потому может генерировать уверенно положительные денежные потоки даже на относительно слабом рынке.

Некоторое беспокойство может вызывать номинально высокая долговая нагрузка эмитента, однако более детальный анализ указывает на то, что сложностей с обслуживанием и погашением долга у компании не возникнет. Менеджмент планирует направить существенную часть свободного денежного потока на погашение наименее комфортных в обслуживании долговых обязательств, что позволит сократить долговую нагрузку до более комфортных 2,5x EBITDA.

Слабой стороной ТМК остается невысокая ликвидность бумаг вкупе с относительно низкой информационной прозрачностью. Однако руководство предпринимает шаги, направленные на устранение этих недостатков. Работа IR компании ощутимо улучшилась за последнее время, хотя у инвесторов по-прежнему остаются вопросы, в частности, относительно более детализированной структуры выручки. ТМК одной из первых получила листинг для своих GDR на Московской Бирже, что уже оказало умеренную поддержку ликвидности бумаг компании и, в том числе, привело к нивелированию спреда между акциями и GDR.

Компания старается стабильно выплачивать дивиденды, хотя пока и не может похвастаться высокой дивидендной доходностью. Ситуация должна улучшиться после снижения долговой нагрузки.

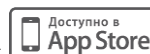
Проведенный нами сравнительный анализ в целом подтверждает, что неверная ассоциация ТМК с металлургическими компаниями приводит к занижению оценки стоимости компании рынком, на фоне производителей трубной продукции ТМК имеет потенциал для роста.



По нашим оценкам, в текущих относительно неблагоприятных условиях справедливая стоимость бумаг ТМК составляет **123 рубля** (\$3,5) за акцию. Оценка снижена на 7,5% из-за более консервативного взгляда на перспективы трубного рынка в США и Европе, а также из-за увеличения оценки риска вложений в акции российских компаний. Мы не считаем, что ADR и GDR имеют оправданный дисконт или премию к акциям, поэтому оцениваем их справедливую стоимость в **\$14,08** за расписку.

При этом мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги ТМК. Потенциал роста к текущим котировкам находится в районе **60%**. На текущих уровнях бумаги ТМК выглядят перепроданными, рекомендуем **ПОКУПАТЬ**.

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#) или



**Департамент Аналитики**

**Тел. +7 (495) 781 02 02**

**Департамент торговли и продаж**

**Тел. +7 (495) 781 73 03**

**Взаимодействие с клиентами,  
формирование портфелей,  
применение торговых идей**

**Тел. +7(495) 781-73-02**

**Тел. +7(495) 781-73-00**



**Исаева Мария**  
mvi@ufs-federation.com



**Коростелев Дмитрий**  
kdv@ufs-federation.com



**Ухарский Василий**  
uvv@ufs-federation.com



**Шмакова Светлана**  
ssv@ufs-federation.com



**Куренкова Анна**  
kas@ufs-federation.com

### UFS Investment Company

- Победитель конкурса прогнозов Thomson Reuters Trading Russia
- Лауреат премии Cbonds Awards в номинации – «Прорыв года в аналитике»
- Лауреат премии Cbonds Awards
- Рейтинг надежности на уровне А, высокий уровень надежности (РА Эксперт)
- Рейтинг кредитоспособности по национальной шкале «А» (AK&M)
- Дважды лауреат премии «Investor Awards»
- Золотой диплом «За информационную открытость»(Финансовый пресс-клуб)
- Лауреат премии Spear's Awards
- Лауреат Национальной премии «Финансовый Олимп 2012»
- Лучший результат управления фондами фиксд-инком и арбитраж (достижение исторических доходностей 38/72% годовых 2013г.)
- Команда аналитиков входит в TOP-3 ранкинга BARR - Ранг абсолютного дохода Bloomberg

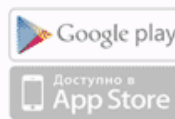
Всегда для Вас живой сайт: он-лайн консультант на нашем сайте [www.ufs-federation.com](http://www.ufs-federation.com)



Подписка  
на аналитику



Каждый вторник в 19:00  
Апрель в «Апреле»



Узнайте больше  
с помощью мобильного  
приложения

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

