

Группа ТМК

Лидер трубной отрасли

13 СЕНТЯБРЯ 2023



Группа ТМК: лидер трубной отрасли

ТМК является крупнейшим в России производителем стальных труб. Инвестиция в акции компании – это, по сути, инвестиция в российскую трубную промышленность. Перспективы этой отрасли в целом хорошие и во многом зависят от разработки нефтяных месторождений и строительства новых трубопроводов, в том числе в восточном направлении. Финансовое положение ТМК улучшается: после приобретения активов Группы ЧТПЗ и продажи европейских предприятий компании удалось значительно повысить рентабельность по EBITDA. Если эта тенденция окажется долгосрочной, инвестиционный профиль компании изменится в лучшую сторону.

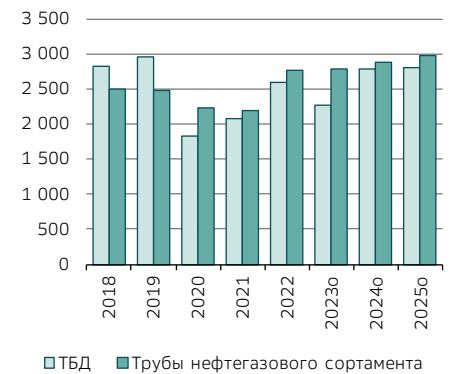
- По данным ММІ, в 2022 году цены на трубы большого диаметра (ТБД) поднялись на 11% до 83 тыс. руб. за т, на бесшовные трубы – на 14% до 98 тыс. руб. за т (без НДС). В первой половине 2023 года цены на трубную продукцию не изменились, несмотря на удорожание сырья. Мы исходим из консервативных предпосылок, что цены на трубы будут находиться на текущих уровнях до конца года. При этом существуют риски их снижения в более долгосрочной перспективе из-за увеличения предложения.
- Российские производители труб поставляют большую часть произведенной продукции на внутренний рынок и поэтому неплохо пережили запрет на поставку российской стальной продукции в западные страны. Сейчас основное экспортное направление для российских трубных компаний – страны СНГ, которые продолжили покупать российские трубы и в 2022 году. При этом с ослаблением рубля в 2023 году рентабельность экспортных поставок повысилась.
- Мы ждем, что по итогам 2023 года производство труб в России снизится примерно на 2% до 11,6 млн т с 11,9 млн т годом ранее. По данным ММІ, в первой половине 2023 года динамика производства труб была негативной из-за снижения спроса на трубы большого диаметра. В дальнейшем спрос на трубы будет зависеть от реализации «Силы Сибири – 2» и потребностей нефтекомпаний, которые, как ожидается, будут возрастать. Сложность бурения растет из-за увеличения доли горизонтального бурения и начала работ на новых месторождениях по мере истощения запасов на старых.
- В 2021 году ТМК приобрела другого лидера трубной промышленности и своего главного конкурента – Группу ЧТПЗ. После сделки выручка ТМК удвоилась и достигла 429 млрд руб. по итогам 2021 года. По нашим оценкам, в 2022 году выручка группы увеличилась более чем на 40% г/г до 605 млрд руб., а EBITDA удвоилась. В первом полугодии 2023 года ТМК показала рекордную рентабельность по EBITDA на уровне 28%. Мы считаем, что компании вряд ли удастся долго удерживать такую высокую рентабельность. Мы прогнозируем рентабельность после 2024 года на уровне около 20%, что все равно значительно лучше исторических значений.
- Сейчас акции ТМК торгуются около отметки 240 руб., что является рекордом с 2008 года. Мультипликатор EV/EBITDA за 2023-2024 годы для акций компании находится в пределах 3,4-3,7, что несколько ниже среднего исторического значения 5. По нашему мнению, рост акций ТМК с начала 2023 года вполне оправдан, так как рынок отыгрывал улучшение финансовых показателей компании и выплату дивидендов, однако для дальнейшего подорожания акций требуются новые катализаторы, например, сохранение высокой рентабельности. Диапазон нашей оценки акций ТМК сейчас составляет 257-285 руб.
- Дивидендная политика ТМК предполагает выплату дивидендов на уровне 25% от чистой прибыли. Компания не всегда ей следует: ТМК не стала выплачивать дивиденды за 2022 год, но выплатила дивиденды за первую половину 2023 года в размере 50% от чистой прибыли за период. При этом, по нашему мнению, ТМК обладает достаточной финансовой устойчивостью, чтобы продолжать выплачивать дивиденды на уровне около 50% от годовой чистой прибыли. В таком случае дивидендная доходность акций может составить около 10-12% в 2024-2025 годах.

Российский рынок труб: драйверы роста

Половина спроса на трубы в России приходится на приоритетный сегмент ТМК – нефтегазовую отрасль. Цены на трубы сейчас находятся на неплохом уровне относительно исторических значений, что отражает динамику цен на сталь на внутреннем рынке. Новые крупные проекты нефтегазовых компаний и строительство «Силы Сибири – 2» Газпромом должны поддержать спрос на трубы в ближайшие годы.

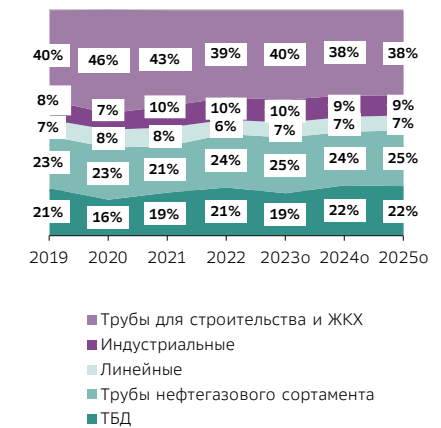
- Крупнейшие компании России – производители и переработчики нефти и газа, а экспорт углеводородов составляет основу российской экономики. Значимый вклад в экономику РФ вносит трубная отрасль, которая поставляет нефтегазовым компаниям свою продукцию, необходимую для разведки и добычи углеводородов (трубы используются при бурении и обустройстве скважин, при выкачивании нефти и газа), а также для их транспортировки по стране и за рубеж. Нефтегазовая отрасль обеспечивает практически 50% спроса на трубы, а остальные 50% – промышленность и строительный сектор.
- Российские трубные компании производят бесшовные и сварные трубы. Бесшовные трубы – это наиболее технологичный и сложный в производстве вид продукции. Например, трубы нефтяного сортамента (ОСТГ) используются для разработки сложных месторождений с применением методов горизонтального бурения, с высоким давлением среды и повышенным содержанием коррозирующих веществ. Линейные трубы применяются для транспортировки нефти и газа с месторождений на НПЗ, в хранилища, пункты погрузки и т. п., а промышленные используются в машиностроении, нефтепереработке, производстве химических продуктов, энергогенерации и в другой промышленности. ТМК специализируется на производстве труб преимущественно бесшовных труб.
- К сварным трубам в первую очередь относятся трубы большого диаметра (ТБД), с помощью которых строятся магистральные нефте- и газопроводы. Например, из труб диаметром 1 420 мм построен крупнейший газопровод Газпрома – «Сила Сибири». Сварные трубы также делятся на трубы нефтегазового сортамента, линейные и промышленные и применяются для разведки и добычи нефти и газа, а также в промышленности.
- В 2022 году производство труб росло благодаря низкой базе 2021 года, а также увеличению спроса на трубы большого диаметра и трубы нефтегазового сортамента. Как показывают данные Росстата, общий выпуск труб вырос на 14,2% г/г за 2022 год. По нашим оценкам, учитывая экспортные и импортные поставки, российские заводы произвели 12 млн т сварных и бесшовных труб, а потребление внутреннего рынка составило 11,2 млн т (плюс 20% к 2021 году). На 34% увеличилось потребление труб большого диаметра, и на 36% – труб нефтяного сортамента.

Основные драйверы рынка труб – рост спроса на ТБД и трубы нефтегазового сортамента



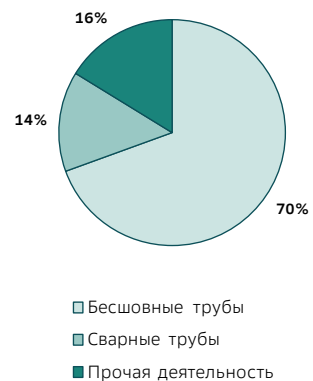
Источник: SberCIB, ФРТП

Почти половина спроса приходится на нефтегазовые трубы



Источник: SberCIB, ФРТП

Бесшовные трубы занимают 70% в выручке ТМК, 2022о



Источник: Росстат, SberCIB

- Свою роль в восстановлении рынка сыграли заказы Газпрома на трубы для магистральных газопроводов и для газификации регионов России. По данным MMI, за весь 2022 год закупки труб большого диаметра Газпромом оцениваются в 1,56 млн т, что на 67% больше, чем годом ранее. По данным самого Газпрома, компания в 2022 году заключила с трубными заводами контракты на поставку ТБД на 256 млрд руб.

ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ТРУБНОМ РЫНКЕ

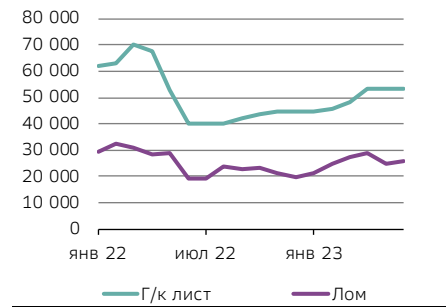
- Цены на бесшовные трубы Группы ТМК формируются на основе долгосрочных контрактов с потребителями, которые предусматривают механизм пересмотра цен каждые три-шесть месяцев и зависят от цен на сырье (лом) и стальную заготовку, а также учитывают курс рубля. Рынок сварных труб, за исключением ТБД, спотовый, поэтому цены на сварные трубы в большей степени отражают динамику цен на прокат. Особенно это касается труб малого и среднего диаметра, которые используются в строительстве. Цены на ТБД формируются на основе договоренностей с крупнейшими заказчиками.
- По данным MMI, средние цены на ТБД и бесшовные трубы в 2022 году выросли 11% и 14% соответственно до 83 тыс. руб./т и 98 тыс. руб./т. В первой половине 2023 года цены на ТБД снизились на 15% к котировке на вторую половину 2022 года, что стало отражением сокращения спроса со стороны Газпрома. Компания приостановила работы по некоторым крупнейшим проектам, в частности, на магистральном проекте «Бованенково – Ухта – 3» и «Ухта – Торжок – 3». Цены на бесшовные трубы в первой половине 2023 года выросли незначительно – на 1% до 109,5 тыс. руб./т.

- Ситуация не вполне отражает динамику цен на стальную продукцию: с начала 2023 года рублевые цены на горячекатаный лист на внутреннем рынке поднялись на 19%, а цены на лом на 22%. Однако цены на трубы и так находятся на довольно высоком уровне и возможности по их повышению невелики из-за конкуренции на рынке и ограниченного числа покупателей (основные потребители бесшовных труб – крупнейшие нефтегазовые компании). В 2024 году мы ожидаем примерно стабильной динамики цен на бесшовные трубы благодаря стабилизации курса и цен на внутреннем рынке стали, а также восстановлению цен на трубы большого диаметра в связи с началом строительства «Силы Сибири – 2», однако в дальнейшем не исключаем их коррекции за счет роста предложения.

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА РЫНКА

- Спрос на ТБД очень волатилен и зависит от реализации больших инвестпроектов, а крупнейшими покупателями таких труб являются Газпром, Транснефть и нефтяные компании. Например, в 2015 году потребление ТБД составило 3,4 млн т. Тогда строились газопроводы «Северный поток – 2» и «Сила Сибири». В отсутствие крупных проектов минимальный уровень чистого внутреннего потребления ТБД составляет около 1,5–1,6 млн т в год.
- Динамика потребления ТБД в будущем зависит от реализации трубопровода «Сила Сибири – 2». Мы исходим из того, что проект будет

Цены на лом и г/к лист растут с начала 2023 года



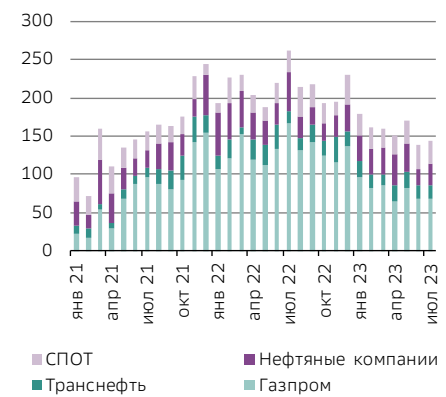
Источник: SberCIB

Динамика спроса на ТБД будет зависеть от реализации «Силы Сибири – 2»



Источник: SberCIB

Спрос на ТБД со стороны Газпрома снизился в 1П23 с высокого уровня 2022 года



Источник: MMI, SberCIB

находиться в активной стадии реализации в 2024–2028 годах. Суммарная потребность в трубах для строительства магистрали составит 2,5–3 млн т. В связи с этим мы ожидаем существенного роста производства ТБД в 2024 году – более чем на 20% к 2023 году, так как трубы будут закупаться уже на первых этапах строительства трубопровода.

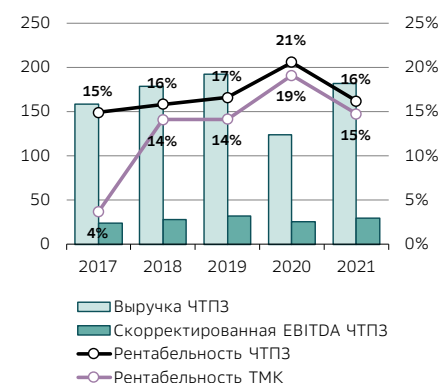
- Перспективы роста рынка труб нефтегазового сортамента и выручки ТМК в этом сегменте в среднесрочной перспективе связаны с проектом Роснефти «Восток Ойл», расположенным на полуострове Таймыр на севере Красноярского края. Восток Ойл предусматривает разработку большого фонда скважин с применением современных технологий бурения и строительства нефтепроводов. ТМК – комплексный поставщик труб для проекта «Восток Ойл». Всего ТМК выделяла для себя более десяти крупных перспективных проектов в отрасли, которые могут обеспечить устойчивый спрос на трубы нефтегазового сортамента. Помимо «Восток Ойл», наиболее известные проекты – «Арктик СПГ – 2» НОВАТЭка и «Сахалин – 2» Газпрома. Другой перспективный проект, который может поддержать спрос на трубы – недавно объявленное НОВАТЭКом строительство Мурманского СПГ.
- Поддержку спросу на трубы нефтегазового сортамента окажет и специфика российской нефтедобычи. В стране уменьшается количество простых месторождений и увеличиваются объемы эксплуатационного бурения при ограниченном росте добычи. Это связано с тем, что средние объемы добычи из новых скважин снижаются: новые запасы становятся все более сложно извлекаемыми, а зрелые месторождения истощаются. Новые проекты нефтяных компаний требуют более интенсивного бурения, чем раньше, причем в большинстве случаев с использованием горизонтальных скважин. Как считают аналитики SberCIB Investment Research, эта тенденция вряд ли изменится в будущем. Так, доля горизонтального бурения в 2021 году достигла 54% (по сравнению с 33% в 2015 году). Такие перспективы нефтедобычи помогут сформировать устойчивый спрос на высокотехнологичные бесшовные трубы нефтегазового сортамента.

Рыночные позиции ТМК: синергия с ЧТПЗ и рост конкуренции

ТМК уверенно занимает лидирующие позиции на рынке после приобретения ЧТПЗ. Но на внутреннем рынке в ближайшие годы конкуренция может вырасти – другие трубные заводы создают свое производство бесшовных труб. С точки зрения экспорта компания защищена от волатильности благодаря заблаговременной переориентации на потребителей из дружественных стран.

- **Из международного игрока – в лидера российского рынка.** ТМК была создана в 2001 году. Публичной она стала в 2006 году – тогда инвесторы оценили ее в ходе IPO на Лондонской фондовой бирже в \$4,7 млрд. Дмитрий Пумпянский к тому моменту стал ее основным акционером. Сейчас бумаги ТМК торгуются только на Московской бирже.
- ТМК долгое время была международной компанией, так как владела американским бизнесом по производству труб IPSCO и развивала свое европейское подразделение. Бизнес в США был продан еще в 2019 году, а из европейских активов компания вышла в 2022 году. Изменилась и география продаж – доля российского рынка стала еще больше.
- В марте 2021 года ТМК купила 86,54% ПАО «ЧТПЗ» за 69,3 млрд руб. Группа ЧТПЗ являлась публичной компаний, поэтому ТМК, в соответствии с требованиями законодательства, сделала обязательное предложение о выкупе оставшихся 13,46%. Акции были выкуплены в два этапа, и в сумме ТМК заплатила за них еще 13 млрд руб. Благодаря консолидации на российском рынке ТМК стала действительно уникальной компанией, позволяющей сделать ставку на весь российский трубный рынок.
- **Синергия с бизнесом ЧТПЗ.** Объединенная компания имеет разветвленную сеть производственных мощностей и сбытовых компаний на территории России. Предприятия ТМК сосредоточены на юге страны и на Урале. К крупнейшим трубным предприятиям группы относятся Волжский (Волгоградская область), Синарский и Северский трубные заводы (оба в Свердловской области), Таганрогский металлургический завод (Ростовская область), а также активы Группы ЧТПЗ – это, помимо самого ЧТПЗ (Челябинская область), Первоуральский новотрубный завод, расположенный в Свердловской области.
- После объединения с ЧТПЗ ТМК может предложить нефтегазовым компаниям более широкий перечень продукции, что увеличивает шансы на получение комплексных контрактов на обслуживание крупных месторождений. Синергия с ЧТПЗ также проявилась в оптимизации загрузки мощностей заводов, логистики и издержек, что позитивно отразилось на затратах компании.

ЧТПЗ показывал высокую рентабельность, выручка и EBITDA в млрд руб.



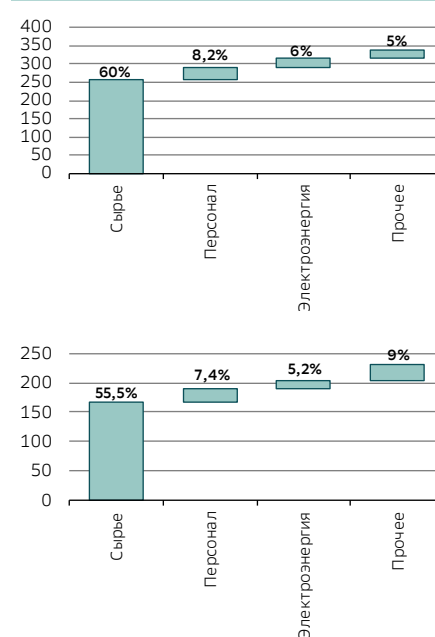
Источник: SberCIB

ТМК лидирует на трубном рынке, 2022 год



Источник: MMI, SberCIB

Сравнение структуры себестоимости ТМК в 2021 году и в первом полугодии 2022 года



Источник: SberCIB

■ **В будущем конкуренция на трубном рынке увеличится.** Рыночные позиции ТМК по результатам сделки упрочились: по данным MMI, ТМК в 2022 году произвела 40% всех труб России (4,7 млн т), став крупнейшим производителем этой продукции в стране. Ближайший конкурент – Объединенная металлургическая компания (ОМК) – в прошлом году произвел 18% труб в России (2,1 млн т). ТМК лидирует за счет сегмента труб для нефтегазовой отрасли, занимая 70% этого рынка по объему производства.

■ В 2023 году баланс сил на рынке сильно не изменится, но с 2024 года мы ожидаем сокращения доли ТМК на рынке бесшовных труб за счет запуска производства труб нефтегазового сортамента на заводе ОМК в Выксе мощностью 500 тыс. т. Другой фактор усиления конкуренции на рынке бесшовных труб – запуск аналогичного производства Загорским трубным заводом (мощность 450 тыс. т труб в год) в Подмосковье. Однако актуальных новостей о том, на какой стадии проработки находится проект, в последнее время не было.

■ Мы придерживаемся консервативного взгляда на динамику продаж труб нефтегазового сортамента ТМК, так как ввод в эксплуатацию нового производства заводами-конкурентами должен отразиться на рынке следующим образом: сокращение доли ТМК на рынке и/или коррекция цен. По данным MMI, в 2022 году трубные заводы поставили нефтяным компаниям 2,6 млн т труб нефтегазового сортамента (ТМК, по нашим оценкам, произвела 2,1 млн т подобных труб). Увеличение доступных мощностей на почти 1 млн т может оказать существенное влияние на рынок.

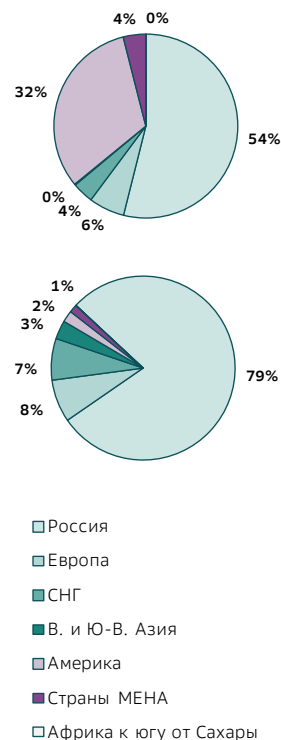
■ **Деконсолидация 50% производства ТБД.** По данным ТМК, группа вывела половину бизнеса по производству труб большого диаметра в отдельную компанию «ТМК ТР». В связи с этим влияние на показатели ТМК от роста рынка труб большого диаметра может быть ограниченным и компания не сможет в полной мере стать бенефициаром роста спроса на ТБД. Тем не менее вероятное увеличение спроса на ТБД в 2024 году все равно может положительно отразиться на прибыли ТМК.

■ **География экспорта в пользу дружественных стран.** Уже в 2021 году, когда российские трубные компании экспортировали 1,6 млн т труб, основными рынками сбыта их продукции были страны СНГ: Казахстан, Белоруссия и Узбекистан. На эти страны пришлось 45% экспортных поставок.

■ В 2022 году, по данным MMI, экспорт труб из России сократился на 31% – с 1,5 до 1 млн т. Снижение объемов экспорта объясняется не только санкциями против российской металлургической продукции, которые сделали невозможными ее поставки в западные страны, но и укреплением рубля во второй половине 2022 года. Последнее снизило для компаний рентабельность экспорта, спрос же на внутреннем рынке оказался достаточно сильным, что вкупе со снижением импорта позволило компенсировать эти выпавшие объемы.

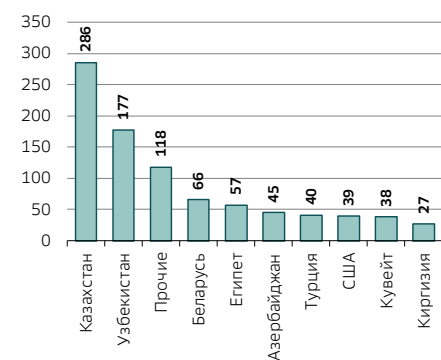
■ В 2023 году после ослабления рубля производители труб могут нарастить экспортные поставки, так как их рентабельность повысилась.

Структура продаж ТМК значительно изменилась, сравнение 2018 и 2021 годов



* Страны Ближнего Востока и Северной Африки
Источник: ТМК

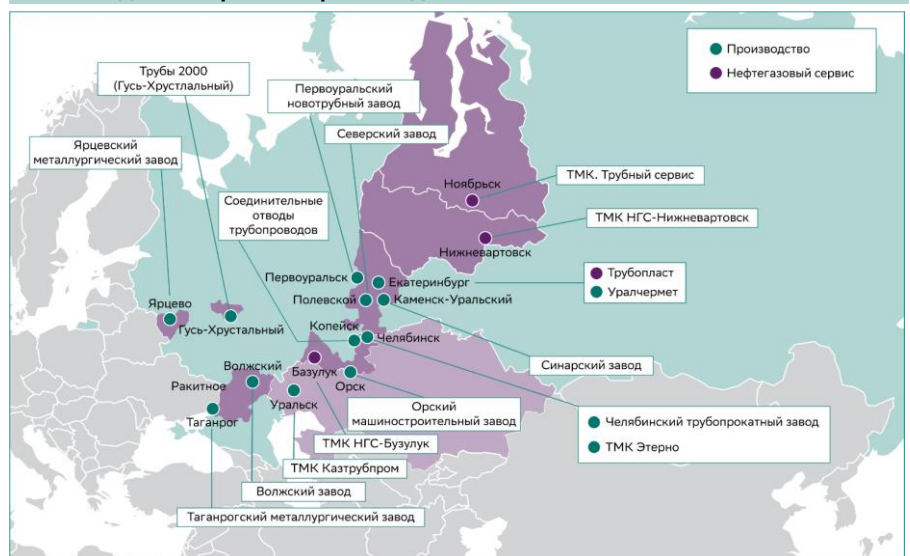
Основные направления экспорта в 2022 году



Источник: MMI

■ **ТМК провела редомициляцию в Россию.** Весной 2022 года Дмитрий Пумпянский попал под санкции сразу трех юрисдикций: Великобритании, Канады и Евросоюза. В марте 2022 года ТМК объявила, что Дмитрий Пумпянский перестал быть бенефициаром ТМК Steel Holding, которая контролирует 90,6% группы. В июле 2023 года ТМК Steel Holding перерегистрировалась в российскую юрисдикцию – на острове Русский в Приморском крае было зарегистрировано общество «ТМК Стил Холдинг». Хотя это решение никак не повлияет на торги бумагами компании, мы считаем его позитивным. Смена юрисдикции подтверждает стабильное положение бизнеса и отсутствие препятствий для выплаты дивидендов.

ТМК владеет широкой производственной сетью в России



Источник: SberCIB

Котировки ТМК на рекордных уровнях



Источник: SberCIB

Обзор бизнеса ТМК и прогноз результатов

ТМК в августе раскрыла отчетность за первую половину 2023 года, показатели за 2022 год остались неизвестны. Увеличение доли высокомаржинальной продукции в продажах и синергия от приобретения ЧТПЗ привели к существенному росту финансовых показателей ТМК. Компания вышла на новые уровни рентабельности, которые при сохранении в долгосрочной перспективе существенно улучшат ее инвестиционный профиль.

Выпуск труб. После объединения с ЧТПЗ выпуск трубной продукции ТМК увеличился, однако в 2021 году ТМК начала консолидировать результат ЧТПЗ только со второго квартала. Поэтому в 2022 году выпуск вырос как за счет полного отражения результата ЧТПЗ, так и общего восстановления внутреннего потребления труб. По нашим оценкам, компания увеличила выпуск трубной продукции до 4,7 млн т (плюс 11%).

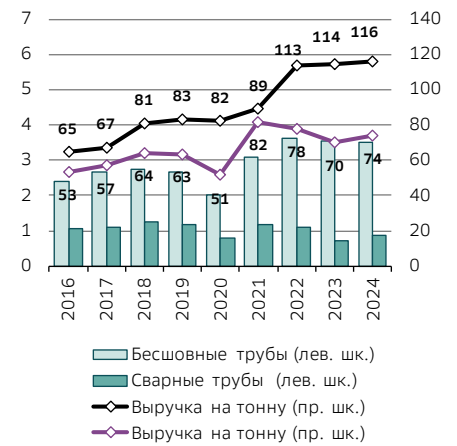
В 2023 году мы ожидаем снижения выпуска труб ТМК примерно на 9% до 4,3 млн т из-за деконсолидации части бизнеса по выпуску ТБД. Компания в августе сообщила, что выделила часть активов по производству труб большого диаметра, принадлежавших Волжскому трубному и Челябинскому трубопрокатному заводам в компанию «ТМК Трубопроводные решения» (ТМК ТР). Это снижение может оказаться временным. Уже в 2024 году, в случае начала реализации проекта «Сила Сибири – 2», выпуск труб компанией, вероятно, увеличиться до 4,4 млн т.

Динамика выручки. По нашим оценкам, в 2022 году выручка ТМК увеличилась более чем на 40% г/г до 605 млрд руб. На финансовый результат компании повлияли сразу несколько позитивных факторов: помимо общего роста рынка трубной продукции из-за высокого спроса на ТБД и ОСТГ, это также синергия от приобретения ЧТПЗ.

В 2023 году, по нашим оценкам, выручка ТМК снизится на примерно 9% год к году до примерно 550 млрд руб. Судя по квартальным данным, рынку труб не удастся повторить результат 2022 года из-за эффекта высокой базы и ограниченного потенциала роста спроса. Вместе с тем ТМК, по данным MMI, показывает динамику лучше рынка по выпуску ТБД (в 1П23 рост выпуска ТБД на 20% против падения рынка на 20%). По выпуску бесшовных труб динамика у ТМК немного лучше, чем в 2022 году (плюс 2%). Поэтому мы ожидаем, что основное снижение выручки будет вызвано деконсолидацией части бизнеса по производству труб большого диаметра и продажей европейского дивизиона (выручка последнего в 2021 году составила 20 млрд руб.). Это уже видно из результатов первой половины 2023 года, когда выручка в годовом выражении сократилась на 7% до 280 млрд руб.

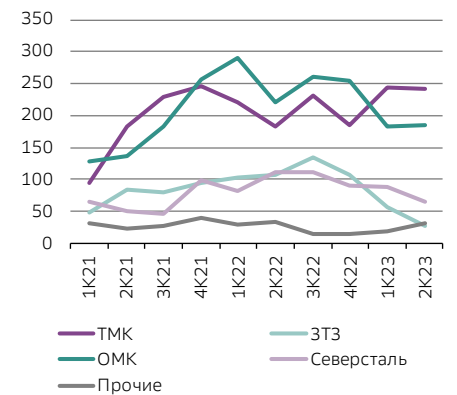
В 2024 году мы ждем повышения спроса на ТБД за счет начала строительства «Силы Сибири – 2» и восстановления выручки ТМК до уровней, близких к 2022 году (около 580 млрд руб.).

Выручка на тонну по бесшовным трубам увеличивается



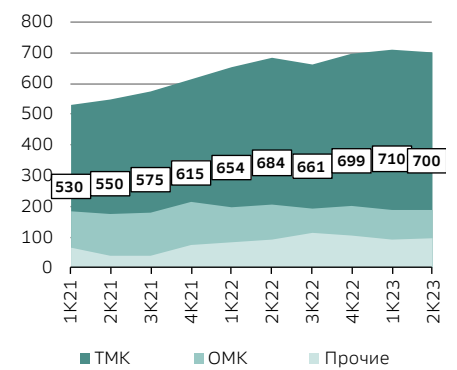
Источник: ТМК, SberCIB

ТМК показывает динамику лучше рынка по выпуску ТБД...



Источник: MMI, SberCIB

...и не сбавляет темпы по выпуску бесшовных труб для ТЭК



Источник: MMI, SberCIB

■ **Продажа европейского дивизиона и эффект для рентабельности.** С декабря 2022 года ТМК перестала включать европейский бизнес в состав группы, а в январе сообщила, что завершила сделку по его продаже. Вклад европейского бизнеса в показатели группы был незначительным (2,5% от EBITDA и 5% от выручки по итогам 2021 года, при этом рентабельность дивизиона по EBITDA была лишь 8%). Сделка, вероятно, принесла группе убыток, учитывая, что российские компании продают зарубежные активы с дисконтом, а долг европейского дивизиона на конец 2021 года составлял порядка €145 млн. Вместе с тем в долгосрочной перспективе продажа европейского бизнеса улучшит маржинальность всей группы. В результате себестоимость ТМК в первом полугодии 2023 года снизилась на 19% до 189 млрд руб.

■ **Дополнительный эффект на рентабельность ТМК оказала синергия с ЧТПЗ.** Исторически маржинальность ЧТПЗ была выше: среднее значение за период 2018–2021 годов: 17% у ЧТПЗ против 15% у ТМК. Мы ожидаем, что и по итогам 2023 года темпы сокращения себестоимости будут выше, чем темпы падения выручки (11% против 9%).

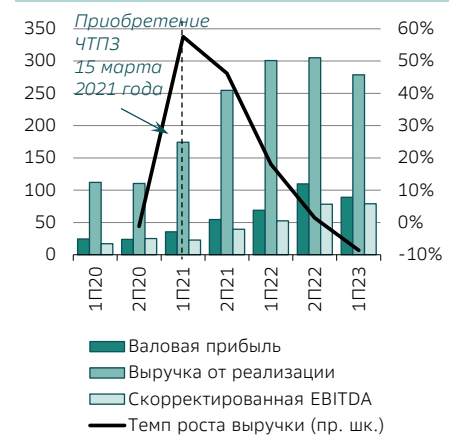
■ **Существенный рост EBITDA.** По нашим оценкам, после увеличения выручки и оптимизации расходов скорректированная EBITDA ТМК по результатам 2022 года увеличилась вдвое и достигла 131 млрд руб. Рентабельность по этому показателю повысилась на 7 п. п. до 22%. Маржинальность производства бесшовных труб осталась высокой – выручка на тонну в этом сегменте поднялась на 28% до 113 тыс. руб.

■ В первом полугодии 2023 года скорректированная EBITDA компании составила 79,2 млрд руб. при рекордной маржинальности 28%. Мы не ждем, что компании удастся поддерживать столь высокие показатели рентабельности долгое время, так как отчасти такой результат был достигнут благодаря факторам, которые могут не иметь долгосрочного эффекта: улучшение закупочных цен и изменение ассортимента. Тем не менее фундаментальные причины снижения себестоимости – синергия от сделки по приобретению предприятий Группы ЧТПЗ и выделение европейского дивизиона – продолжают оказывать влияние. В 2023 году мы ждем роста EBITDA на 5% до 138 млрд руб., но маржинальность будет скромнее, чем в первом полугодии, и составит 25% по итогам года.

■ Мы консервативно предполагаем, что результаты 2023 года обусловлены преимущественно разовыми факторами, но компании в дальнейшем удастся поддерживать рентабельность по EBITDA на уровне 20%. Усиление конкуренции на рынке бесшовных труб приведет к сокращению отгрузки наиболее маржинальных труб нефтегазового сортамента и давлению на цены на эту продукцию. По нашим оценкам, маржинальность в 2024 году сократится на 4 п. п. до 21%, а EBITDA составит около 120 млрд руб.

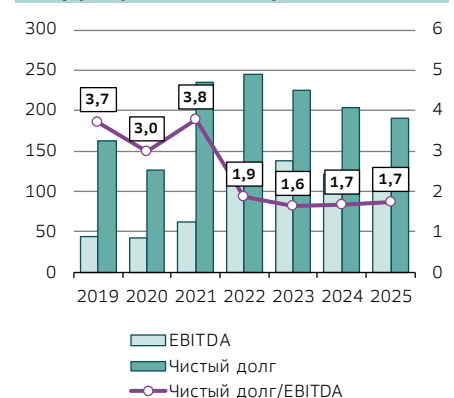
■ **Инвестиции и долговая нагрузка.** По нашей оценке, капитальные затраты ТМК в 2022 году были на уровне прошлых лет (порядка 14 млрд руб.) в отсутствие новых инвестиционных проектов, а свободный денежный поток сократился до примерно 22 млрд руб. с 59 млрд руб.

Эффект от приобретения ЧТПЗ в полной мере реализовался в 2022 году



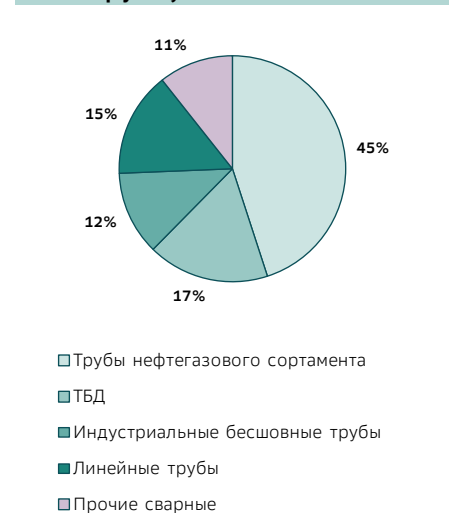
Источник: ТМК, SberCIB

ТМК удалось сократить долговую нагрузку в 2022 году



Источник: ТМК, SberCIB

Основу выручки ТМК от продажи труб составляют бесшовные OCTG трубы, 2022о

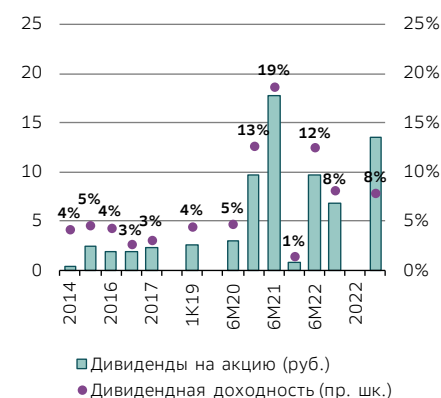


Источник: SberCIB

в 2021 году. Однако на СДП оказало негативное влияние увеличение оборотного капитала.

- Общая долговая нагрузка ТМК по итогам 2022 года, вероятно, сократилась, так как компания не наращивала долг и при этом погасила несколько облигационных выпусков. Также ТМК продала европейское подразделение вместе с долгом. При этом EBITDA выросла существенно, это и привело к тому, что показатель «чистый долг/EBITDA» по итогам 2022 года снизился, по нашим оценкам, до 1,9, что ниже целевых для компании 2,5. На конец первой половины 2023 года сокращение долговой нагрузки ТМК продолжилось и показатель «чистый долг/EBITDA» снизился до 1,6. На конец года мы прогнозируем сохранение чистой долговой нагрузки на этом уровне.
- ТМК исторически отличалась высокой долговой нагрузкой: в 2019 – 2021 годах показатель превышал 3. Это оказывает существенное положительное влияние на инвестиционный кейс ТМК.
- **Свободный денежный поток.** После объединения с ЧТПЗ и повышения рентабельности мы позитивно оцениваем возможности ТМК по генерации операционного денежного потока и прогнозируем доходность СДП на уровне около 20% начиная с 2024 года.
- **Дивиденды.** Дивидендная политика ТМК предполагает выплату 25% чистой прибыли. Компания не стала выплачивать дивиденды за 2022 год, но выплатила дивиденды за первую половину 2023 года (около 14 млрд руб. с доходностью 8%). Это 50% от чистой прибыли по МСФО. Компания обладает достаточной финансовой устойчивостью, чтобы продолжать выплачивать дивиденды на уровне около 50% от годовой чистой прибыли, что предполагает дивидендную доходность около 10-12% в 2024-2025 годах.

Доходность дивидендной выплаты за 1П23 – 8%



Источник: ТМК, SberCIB

Прогноз основных финансовых показателей ТМК, млрд руб.

	2021	2022о	2023о	2024о	2025о
Выручка	428 981	605 987	551 606	571 038	551 630
Выручка по сегментам					
Бесшовные трубы	273 080	410 394	404 586	407 791	391 420
Сварные трубы	97 219	84 763	51 190	64 806	64 487
Прочая деятельность	58 682	110 830	95 830	98 441	95 724
EBITDA скорр.	62 382	131 158	138 348	121 530	109 465
Рентабельность по EBITDA	15%	22%	25%	21%	20%
Валовая прибыль	90 112	178 807	176 217	169 311	156 619
Рентабельность	21%	30%	32%	30%	28%
Чистая прибыль скорр.	7 183	65 744	65 715	61 468	49 616
Чистый долг	235 732	244 770	225 629	203 989	191 111
Чистый долг/EBITDA	3,8	1,9	1,6	1,7	1,7
Доходность СДП	24%	12%	13%	22%	18%
Мультипликаторы					
EV/EBITDA	7,9	3,8	3,4	3,7	4,0
P/E	34,5	3,8	3,8	4,0	5,0
Дивидендная доходность*	11%	4%	13%	12%	10%

* Дивиденды, объявленные за период.

Источник: SberCIB

SWOT-анализ Группы ТМК

ПРЕИМУЩЕСТВА

- Компания занимает лидирующие позиции на рынке труб в России.
- Расположение заводов вблизи крупных производств стали, наличие собственного производства стальной продукции.
- Относительно высокая рентабельность.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- Снижение объема раскрываемой информации.
- Рост конкуренции на рынке труб нефтегазового сортамента.

Возможности

- Увеличение производства ТБД за счет реализации крупных инвест-проектов (прежде всего «Силы Сибири – 2»)
- Увеличение объемов экспорта труб.
- Успешная реализация проекта по выплавке нержавеющей стали «Русская медная компания» может позволить ТМК нарастить выручку и выйти на новый для себя рынок нержавеющей стали. Запуск проекта планируется в 2027 году.

ФАКТОРЫ РИСКА

- Возможное снижение производства и цен на трубы OCTG из-за роста конкуренции.
- Долгосрочное снижение добычи нефти и газа в России и сокращение инвестиций нефтяными компаниями.

Ограничение ответственности