

Доходность
УТМ: 77,3%

Интерпайп-10

Рекомендация:
ПОКУПАТЬ

Структура собственности

Собственник	Доля
Виктор Пинчук	100%

Показатели финансовой отчетности

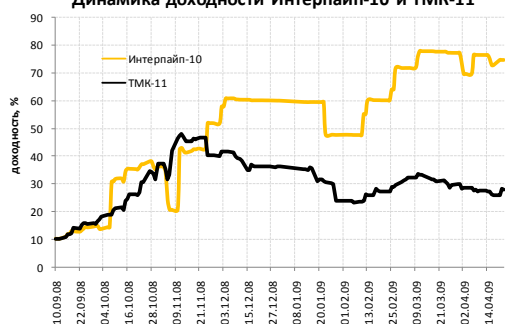
Млн.грн.	2007	2008о	2009п
Чистый доход	9 050	10 860	6 038
Вал. Прибыль	3 084	3 823	2 211
ЕБИТДА	2 183	2 748	1 546
Чистая прибыль	1 291	1 664	708
Активы	6 183	7 187	7 968
Капитал	3 378	3 886	3 963
Долг. об.	1 087	1 849	2 857
Текущие об.	1 839	2 838	4 472
Чистый долг	2 588	4 316	6 800

Основные показатели

Рентабельность ЕБИТДА	24,1%	25,3%	25,6%
Валовая рентабельность	34,1%	35,2%	36,6%
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2	1,6	4,4
ЕБИТДА/Проценты	14,1	14,4	6,8

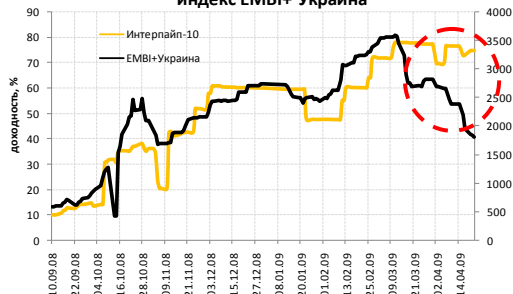
Доходность Интерпайпа и ТМК

Динамика доходности Интерпайп-10 и ТМК-11



Доходность Интерпайп-10 и Украина-11

Динамика доходности Интерпайп-10 и индекс ЕМВ+ Украина



Аналитик:

Сергей Фурса

e-mail: sergey.fursa@astrum.ua

Интерпайп - возможность, забытая рынком

Несмотря на ралли в украинском сегменте, доходность Интерпайп остается без изменений, сформировав значительный потенциал роста котировок. На протяжении марта-апреля 2009 г. в украинском сегменте еврооблигаций наблюдалось динамичное ралли, в результате которого доходности снизились в 2-3 раза, наиболее ощутимо на коротком конце кривой доходности. В результате, спрэд индекса ЕМВ+Украина с начала марта снизился вдвое или на 1 755 б.п. до 1 805 б.п., что стало абсолютным рекордом для развивающихся рынков. В то же время, доходность Интерпайп осталась практически без изменений, что создало существенный потенциал роста котировок эмитента в перспективе 2-3 недель в связи с увеличением привлекательности еврооблигаций компании относительно других выпусков в украинском сегменте. Доходность еврооблигаций Интерпайп составляет 77,3% годовых, что позволяет ожидать коррекции на 25-30 б.п. Дальнейшее снижение доходности компании ограничивается только украинским риском. Несмотря на значительный рост стоимости украинских еврооблигаций, спрэд индекса ЕМВ+Украина остается на одном из самых высоких уровней в мире и в 3 раза превышает спрэд индекса ЕМВ+Global, и более чем в 4 раза - спрэды Турции и России. В результате, спрэд еврооблигаций Интерпайп к рыночному аналогу (российский производитель труб ТМК) составляет 40 п.п. при схожих показателях доходности в докризисный период и платежеспособности.

Выкуп еврооблигаций продемонстрировал высокий уровень ликвидности акционеров и снизил риск рефинансирования. Интерпайп, единственный из украинских эмитентов еврооблигаций, воспользовался переоценкой украинского риска, и в декабре 2008 г. выкупил часть своих долговых обязательств с существенным дисконтом, который превысил 50% от номинала. Мы считаем выкуп правильной стратегией в условиях значительной переоценки украинского риска. В дополнение, данный факт свидетельствует о высокой ликвидности собственника компании, Виктора Пинчука, обеспеченной рядом успешных сделок по продаже украинских активов в 2007-08 гг. По нашим оценкам, на данный момент Интерпайп выкупил более 50% собственного долга. Об этом свидетельствуют результаты проведения собрания держателей еврооблигаций, которое состоялось 5 января 2009 г. и утвердило ряд желаемых для эмитента изменений ковенант. В частности, было разрешено увеличить уровень отношения долга компании к ЕБИТДА с 3,5 до 4,5. Держатели еврооблигаций также исключили из учитываемого в данном показателе объема задолженность по кредитной линии, подписанной в апреле 2008 года на общую сумму 364 млн. долларов. Таким образом, реальный объем облигаций в обращении - ниже 100 млн. долларов, что значительно снижает риски рефинансирования.

Платежеспособность Интерпайп остается на высоком уровне. Несмотря на падение спроса на рынке труб, что приведет, по нашим оценкам, к снижению выручки в 2009 г. на 44% и росту долговой нагрузки в результате реализации инвестиционной программы, платежеспособность эмитента останется на высоком уровне. Девальвация гривны окажет позитивное влияние на финансовый результат Интерпайп, учитывая экспортную ориентацию деятельности эмитента, более 75% продукции которого реализуется за пределами Украины. Отношение Чистого долга к ЕБИТДА по итогам 2009 г. вырастет до 4,4, что является умеренно-высоким показателем и соответствует установленному уровню ковенант. Дополнительно, в данном случае в качестве долга, в отчетности продолжает фигурировать задолженность по выкупленным акционером еврооблигациям, объем которых превышает 100 млн. долларов. Таким образом, реальный коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА будет ниже 4,0. При этом Интерпайп сохраняет высокую способность обслуживать свои долговые обязательства — коэффициент ЕБИТДА/Финансовые расходы будет находиться на уровне 6,8, что является очень хорошим показателем.

Основные параметры платежеспособности Интерпайп и ТМК, 2007 г..

	Интерпайп	ТМК
Рентабельность ЕБИТДА	24,1%	22,3%
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2	1,6
Чистый долг/Капитал	0,8	0,7

Параметры эмиссии

Выпуск	Объем эмиссии	Валюта	Дата погашения	Купон
Интерпайп-2010	200	USD	02.08.2010	8,75%

Astrum Investment Management:

Максим Бланк

CEO

e-mail: maxim.blank@astrum.ua

Елена Малицкая

Директор инвестиционно-банковского департамента

e-mail: elena.malitskaya@astrum.ua

Олег Шипанюк

Глава департамента торговых операций

e-mail: oleg.shypaniuk@astrum.ua

Юваль Шавит

Директор по коммуникациям

e-mail: yuval.shavit@astrum.ua

Продажи:

Зинаида Светелик

e-mail: zinaida.svetelik@astrum.ua

Владислав Перевозчиков

e-mail: vladislav.perevozchikov@astrum.ua

Юрий Белинский

Глава департамента аналитики

e-mail: yuri.belinsky@astrum.ua

Александр Шкурпат, аналитик

Стратегия

e-mail: oleksandr.shkurpat@astrum.ua

Андрей Попович, аналитик

Руда, ферросплавы, трубы

e-mail: andriy.popovych@astrum.ua

Сергей Фурса, старший аналитик

Облигации

e-mail: sergey.fursa@astrum.ua

Денис Белов, младший аналитик

Энергетика

e-mail: denis.belov@astrum.ua

Евгений Окша, аналитик

Потребительский сектор, сельское хозяйство

e-mail: evgeniy.oksha@astrum.ua

Андрей Смолин

Глава департамента управления активами

e-mail: andrey.smolin@astrum.ua

Олег Неплях

Управляющий активами

e-mail: oleg.neplyakh@astrum.ua

Андрей Луй

e-mail: andriy.luy@astrum.ua

Виктор Петрусь

e-mail: viktor.petrus@astrum.ua

Ярослав Стецик, аналитик

Банки

e-mail: iaroslav.stetsik@astrum.ua

Юрий Рыжков, старший аналитик

Сталь, кокс, уголь

e-mail: yuriy.ryzhkov@astrum.ua

Ян Липчинский, старший аналитик

Энергетика

e-mail: yan.lipchinsky@astrum.ua

Игорь Билык, аналитик

Машиностроение

e-mail: igor.bilyk@astrum.ua

Astrum Investment Management не может гарантировать достоверность информации, приведенной в данном аналитическом обзоре, несмотря на то, что эта информация предоставлена надежными источниками. Данный обзор не является проспектом и не должен рассматриваться в качестве единственного источника для оценки каких-либо активов. Все оценки и суждения, представленные в данном обзоре, представляют наше мнение на момент публикации этого документа и могут быть изменены без уведомления. Astrum Investment Management или любое подразделение компании могут периодически осуществлять инвестиционную деятельность или предоставлять другие услуги (в том числе консультации или услуги по управлению) компаниям, упомянутым в данном обзоре, а также использовать данный анализ перед его публикацией. Astrum Investment Management не несет ответственность за последствия использования оценок и утверждений, содержащихся в данном документе, или каких-либо упущений. Запрещается копировать данный материал (полностью или частично) без письменного разрешения Astrum Investment Management.