

CONCORDE ELEMZÉS

1123 Budapest, Alkotás u. 50. Telefon: 4892200 Fax: 4892201

TMK

Szektor: Acélcsőgyártó

Piaci tőkeérték: 5,6 milliárd USD (1126 Mrd. Ft)

Piac: London, Ticker: TMKS

26 USD

2006.11.15.

Vétel

I. Alapinformációk

A TMK Oroszország elsősorú acélcsőgyártója, piaci részesedése a tavalyi évben elérte a 34%-ot. A társaság vevőköre elsősorban a szénhidrogéniparból kerül ki, ide számítva az olaj- és gázkútúrás során, valamint az olajvezetékekben felhasznált acélcsőveket. A TMK vevőkörébe tartozik az orosz piacon a Gazprom, a Lukoil, a Rosznyeft, a TNK-BP, a Szurgutnyeftenegaz és a Transznyeft, míg a külföldi vevők között megtalálható a Shell, a Repsol, a Saudi Aramco és a Wintershall.

A társaság hagyományosnak számító hegesztett rozsdamentes acélcsővek mellett az olajkútúrásához és a mezőfeltáráshoz szükséges speciális, egyben préselt varratmentes csöveket is gyárt, amelyek jóval erősebbek, megfelelve a magas nyomásnak és az extrém körülményeknek.

A szénhidrogén-kutatásban és kitermelésben tapasztalható tendenciák az extrémebb fúrási környezet (part menti, illetve szárazföldi mélységi fúrások) előretörését jelzik, ami a TMK legmagasabb fedezetű, speciális varratmentes acélcsővei iránt erőteljes keresletet biztosíthat a következő években. Ezt a részleget segítheti a meghatározó energetikai vállalatoknál (Gazprom, Rosznyeft, Lukoil, TNK-BP) tapasztalható hangsúlyos mezőfeltárási tevékenység (Kaszipi-térség, Yamal régió) acélcső-igénye is.

Érezhető növekedési potenciált jelenthet emellett az orosz földgáz-és olajhálózat elavultsága, ami a magas olajárak hatására tényleges keresletként jelentkezhet. Középtávon a földgáz-viták nyomán terítékre került hálózatépítési hullám segítheti a TMK növekedési kilátásait, ide sorolva többek között az orosz földgáz alternatívájaként tervezett, Törökországon át vezető Nabucco projektet, az európai ellátást növelő északi vezeték, illetve a közép-ázsiai térséget Kínával összekötő hálózatépítési munkálatokat.

A TMK részvénye a kedvező iparági kilátások, az orosz és közép-ázsiai piacban rejlő tartalékok, az alacsony munkaerő- és energiaköltségek, illetve a konzervatív árazás miatt megítélésünk szerint vonzó befektetési lehetőséget jelenthet.

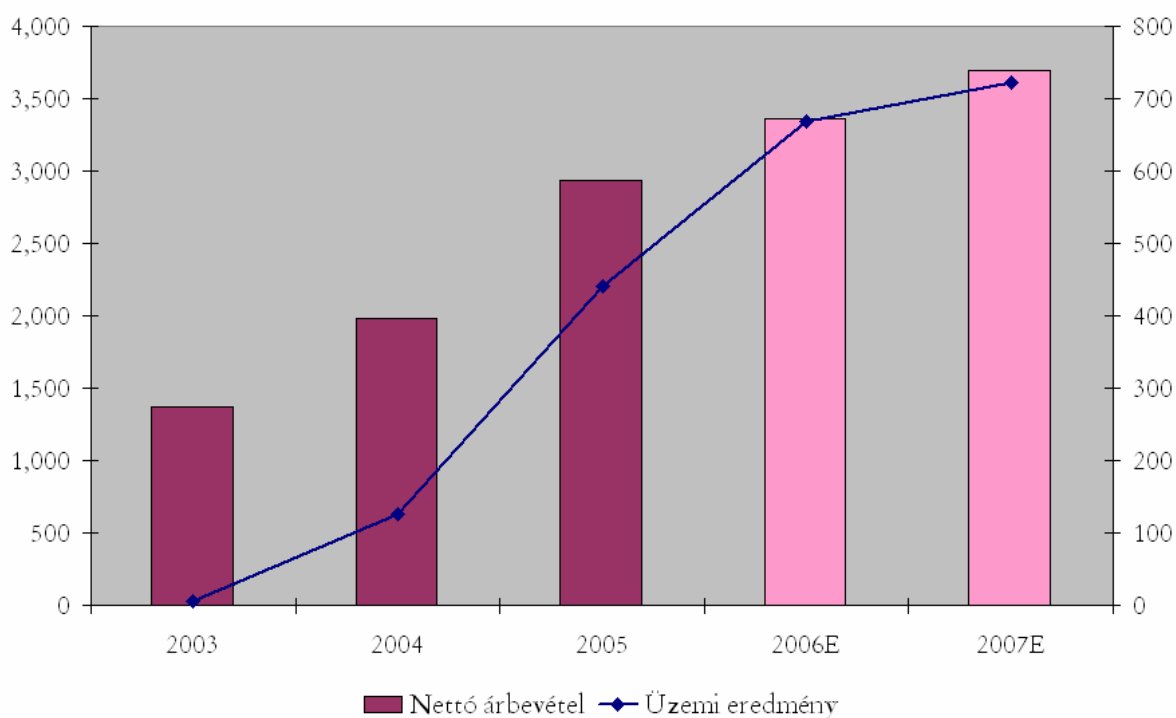
Eredményalakulás (m USD)	2004	2005	2006E	2007E	Fedezeti mutatók%	2004	2005	2006E	2007E
Árbevétel	1.984	2.938	3.361	3.748	Bruttó fedezet	19,5	25,4	31,5	31,6
EBITDA	234	561	787	874	EBITDA hányad	11,8	19,1	23,4	23,3
Üzemi eredmény	127	441	670	745	Üzemi er. hányad	6,4	15,0	19,9	19,9
Nettó eredmény	115	254	458	504	Nettó fedezet	5,8	8,7	13,6	13,5
EPS (USD)	0,53	1,16	2,10	2,31					

Forrás: TMK, Concorde előrejelzés

II. Növekedési pálya

- A társaság a 2003 és 2005 közötti időszak során dollárban számolva 115%-kal növelte árbevételét. Az árbevétel bővülési üteme 2003 és 2004 között 45%-ot tett ki, míg 2004 és 2005 között 48%-ot.
- A társaságot segítette a kedvező nemzetközi környezet, amely hatására a mezőfeltárási, fúrási, illetve a hálózatépítési tevékenység is erőteljesen bővült ezen időszak során. A termékportfólión belül nagyobb súlyt kapott a prémium kategóriába tartozó egyben préselt OCTG acélcsővek aránya, ami jótékony hatással járt az értékesítési átlagárakra.
- A felértékelődő alapanyag- és energiaárakat a TMK teljes mértékben át tudta hárítani késztermékeire, az időszak ráadásul látványos fedezetbővülés jegyében telt. A bruttó fedezettömeg értéke közel ötszörösére, az EBITDA értéke 7,5-szeresére ugrott meg 2003 és 2005 között.
- A kedvező gazdálkodási környezet, illetve a több alapon nyugvó növekedési kilátások hatására a társaságtól mérséklődő, de továbbra is fenntartható növekedési pályára számítunk. A 2006-os előrejelzésünk 14,5%-os, míg a 2007-es várakozásunk további 11,5%-os árbevétel-bővüléssel számol.
- A kedvező termékösszetétel hatására az idei és a jövő év során üzemi eredmény tekintetében ennél összességében kedvezőbb folyamatokat várunk, rendre 52%-os, illetve 11%-os növekedéssel.

TMK nettó árbevétel és üzemi eredmény 2003-2007E (m USD)



Forrás: TMK, Concorde

III. Javuló fedezetek

A 2003 és 2005 közötti időszak az előbbi pontban ismertetetteknek megfelelően nem csak a különböző eredménykategóriák bővülését hozta, de az összes fedezeti mutató is látványos javulást mutatott.

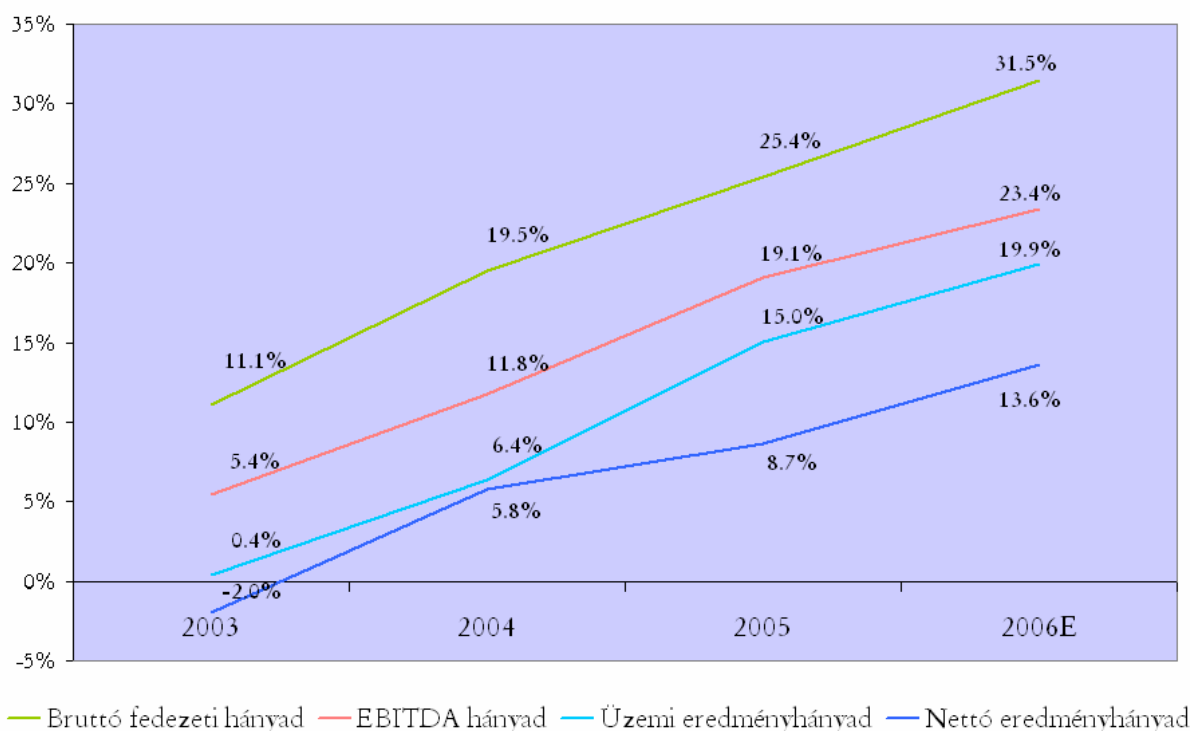
Általánosságban elmondható, hogy a fedezetjavulás alapja bruttó fedezet szinten keletkezett, az értékesítési, általános, illetve a kutatás-fejlesztés költségei az árbevétel alakulásához képest közel semleges alakultak.

A bruttó fedezet emelkedése mögött elsősorban a magasabb volumenből adódó hatékonyságjavulás, az iparágban tapasztalható erős kereslet, valamint a némiképpen kedvezőbbé váló termék-összetétel együttes hatására bekövetkező átlagár-emelkedés állt.

A bruttó fedezeti hányad 2003 és 2005 között több mint kétszeresére, 11,1%-ról 25,4%-ra bővült. Az üzemi eredményhányad a közel nulla értékről hasonlóan látványos, 14,6 százalékpontos emelkedést mutatott.

Az idei év várakozásaink szerint a folytatódó marginbővülés jegyében telhet, bruttó fedezeti hányad szinten további 6 százalékpontos javulásra számítunk, amit 2007-ben inkább szinten maradó bruttó fedezeti hányad követhet.

TMK fedezeti hányadok 2003-2006E



Forrás: TMK, Concorde

IV. Kedvező költség szerkezet

A TMK költség hatékonysága három tényezőtől épül fel:

1. Piacvezető szerepkör

A TMK a legnagyobb szereplő az orosz piacon, amely lehetővé teszi a társaság számára a versenytársaknál kedvezőbb beruházások megvalósítását, összességében csökkentve az iparágra jellemző magas fix költségek egységnyi árbevételre eső értékét.

2. Továbbra is rendkívül nyomott orosz földgázárak

Az elmúlt három év a drasztikus energiaár-emelkedés jegyében telt világszerte. Ez csak részben érintette az orosz földgázpiacot, ahol az ipari fogyasztók még mindig 45-48 dollár/ezer m³ áron juthatnak földgázhoz. Ez az érték töredéke a 270 dollár/ezer m³ nyugati-európai importáraknak, de jelentősen elmarad az Egyesült Államokban 200-230 dollár / ezer m³ közelében ingadozó földgázártól is.

A hosszabb távú prognózisok alapján a következő 5 évben az orosz ipari fogyasztók esetében alkalmazott földgázár elérheti a 100 dollárt, a további felzárkózás azonban évtizedekig eltarthat. Az energiaigényes acéliparban az alacsony földgázár ennek megfelelően érezhetően javítja az orosz gyártók versenyképességét.

3. Alacsony bérköltségek

Az amerikai és nyugat-európai versenytársakhoz képest alacsony orosz bérköltségek továbbra is versenyképesség-javító tényezőként hatnak.

TMK költségstruktúra 2003-2006 H1

(az árbevétel %-os hányadában)



Forrás: TMK

Az árbevételhez viszonyítva mind az energia, mind a bérköltségek %-os aránya csökkenő tendenciát mutatott 2003 és 2005 között, ami a felértékelődő energiaárak tükrében a szektorhoz mérten különösen kedvező teljesítménynek számít. Ennél is érezhetőbben esett a nyersanyagok (alapanyagok és ötvözők) költség-aránya.

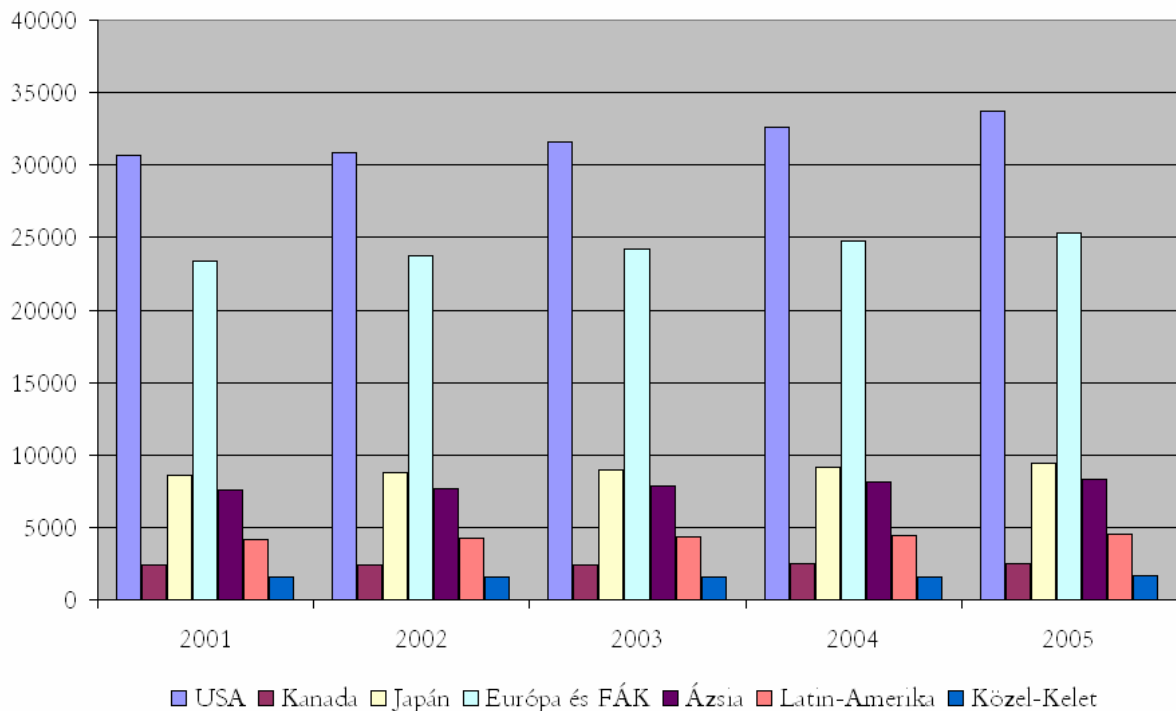
A pozitív folyamat mögött a hatékony üzemgazdálkodás mellett az jelent meg elsősorban, hogy a társaság termékportfólióján belül elmozdulás történt a magasabb hozzáadott értékű, egyben préselt varratmentes acélsövek irányába.

V. Acélsőpiac

Az acélsőpiac legnagyobb vevői a szénhidrogén-kitermelő, illetve hálózat-építő társaságok, de jelentős mértékű ipari és infrastrukturális kereslet is tapasztalható.

A piac egészének közel 40%-át az Egyesült Államok fedi le, a hangsúlyos mezőfeltárási és vezetéképítési tevékenység hatására azonban egyre inkább növekedett az elmúlt évek során Ázsia és Dél-Amerika súlya.

Az acélsőpiac regionális megoszlása 2001-2005 (ezer tonna)



Forrás: GIA

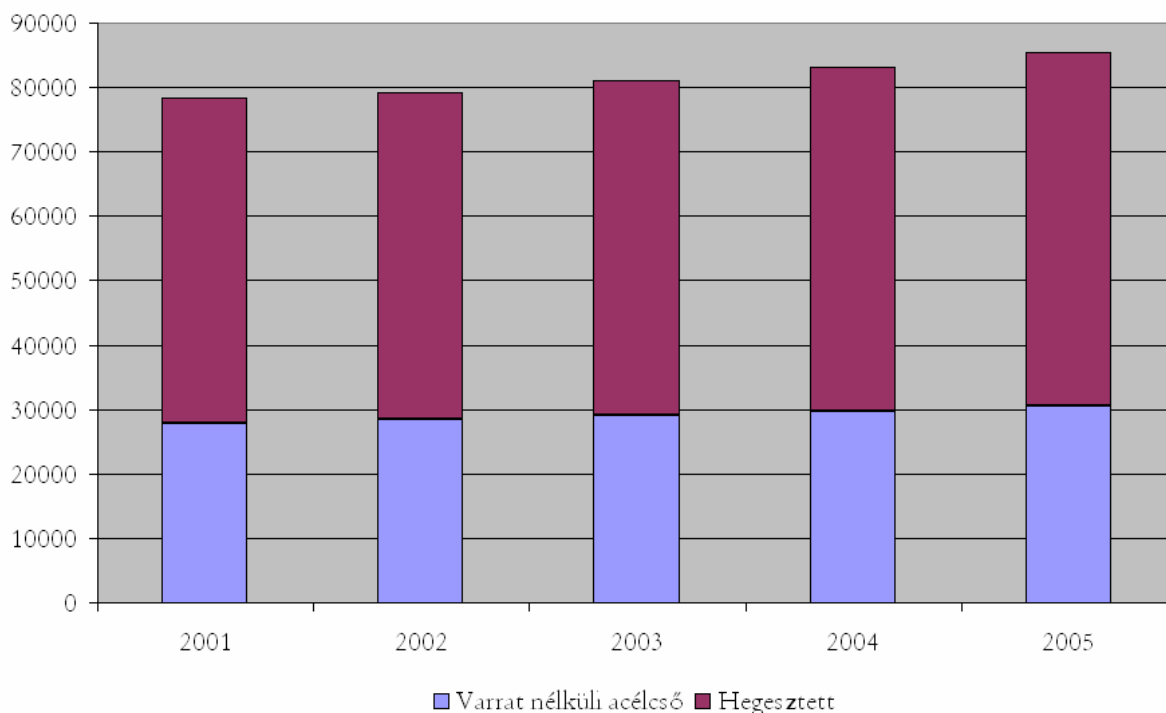
Az acélsőpiac felhasználási kör, csővastagság, átmérő és gyártási technológia alapján erősen szegmentált, mégis az utóbbit érdemes kiemelni, mint a gyártók számára lényegesen eltérő margin forrását.

Hegesztett és varrat nélküli (seamless) acélcsővek

Gyártási technológia alapján hegesztett és varrat nélküli (seamless) acélcsőveket lehet megkülönböztetni. A hegesztett acélcsővekről általánosságban véve elmondható, hogy alacsonyabb nyomásállóságuk miatt ipari alkalmazásokban, illetve felszíni szállításra szolgáló vezetékben használják őket a legnagyobb mértékben.

A varrat nélküli acélcsőveket egy sajátos gyártási technológiával egyben préselik, ami jóval nagyobb nyomásállóságot biztosít, ezeket a csöveket használják ezért a fúrási, mezőfeltárási munkálatok során. A speciális gyártástechnológia lényegesen magasabb beruházást igényel, aminek hatására a szereplők száma limitált, lehetővé téve a jóval magasabb, mintegy háromszor akkora marginok elérését.

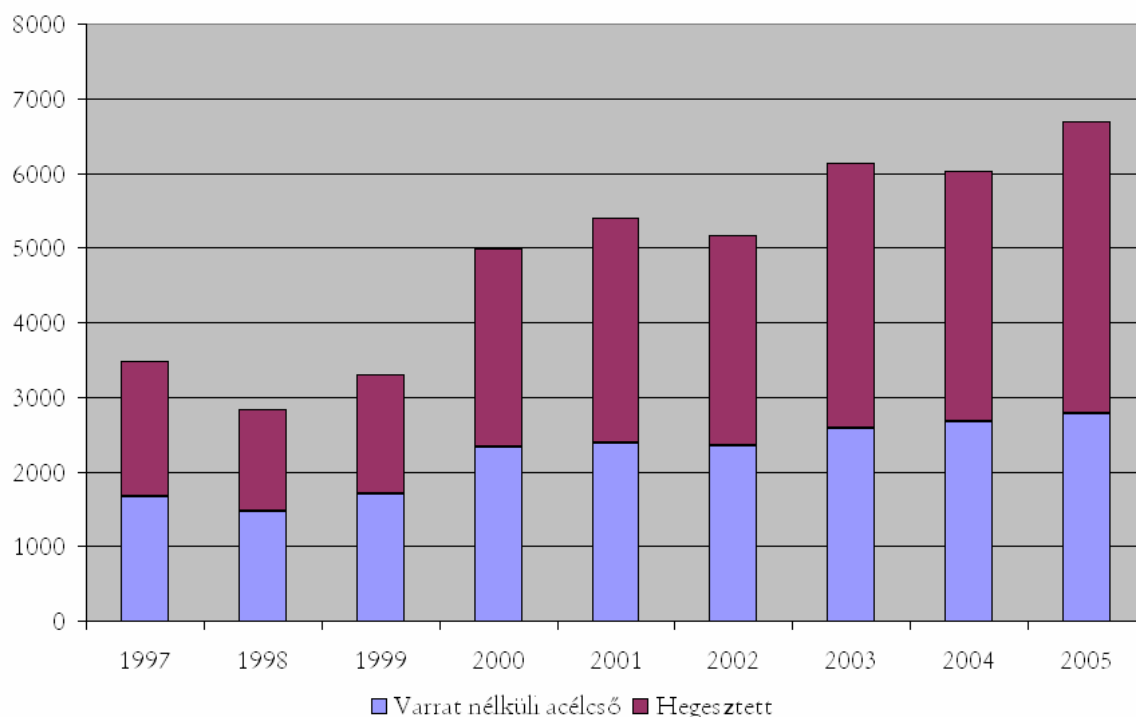
A nemzetközi acélcsőpiac 2001-2005 (ezer tonna)



Forrás: GIA

A globális acélcső-piac közel 36%-át teszi ki volumen alapján a varrat nélküli szegmens, ez az érték érdemben nem változott az elmúlt öt év során. A varratmentes acélcsővek iránti fokozódó kereslet azonban jótékony hatással járt az átlagárakra, amelyek 2001 óta közel a kétszeresére emelkedtek – ebben az erősödő acélárak hatása is jelentkezett.

Az orosz acélcsőpiac 1997-2005 (ezer tonna)



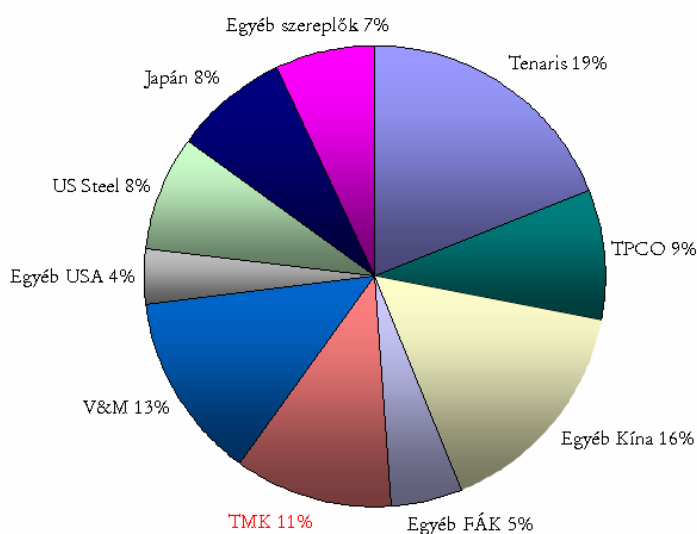
Forrás: Rosstat

A TMK árbevételének mintegy kétharmadát adó oroszországi csőpiacon a varrat nélküli acélcövek aránya magasabb, 41% feletti, arányát tekintve azonban kismértékben visszaszorult ez a szegmens a dinamikusabban fejlődő teljes piachoz képest.

Az 1997 óta eltelt időszakban a teljes orosz acélcsőpiac a volumenek tekintetében kétszeresére bővült, de az igazán érezhető megugrás 2000-től jelentkezett, amikor már eltűnően volt a tartósan összeomló olajár rémképe.

Az olajipari vállalatok számára készített, elsősorban vezetéképítéshez felhasznált OCTG (Oil Country Tubular Goods) csövek piacán 11%-os részesedéssel a TMK a harmadik legnagyobb szereplőnek számít a Tenaris és a V&M után.

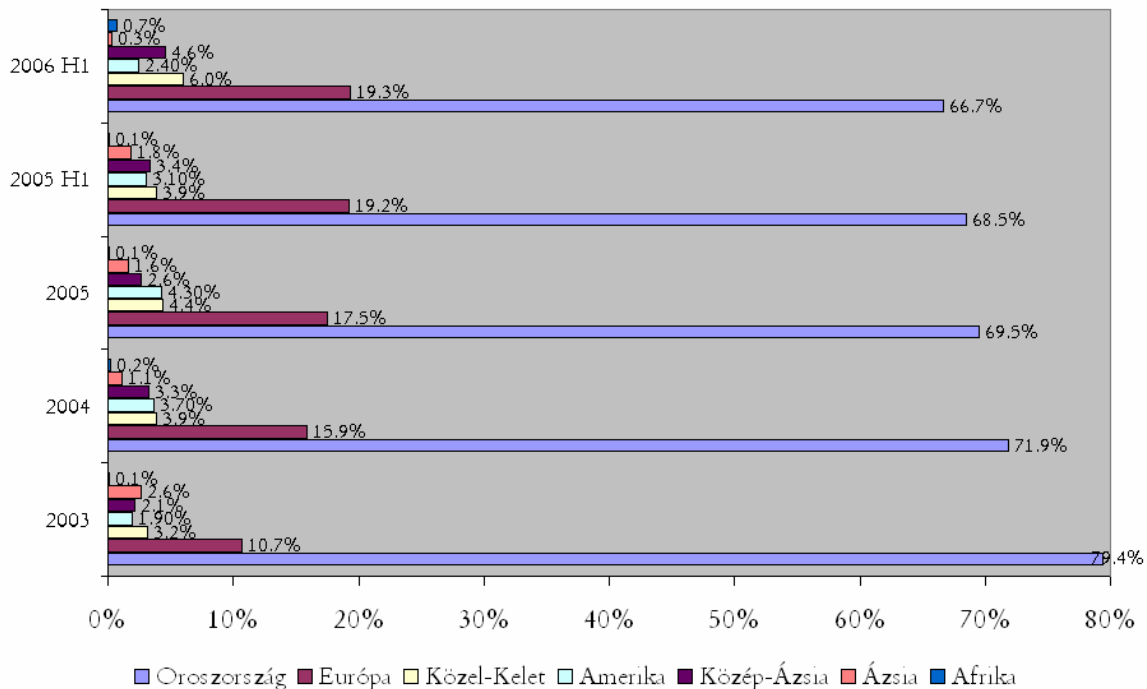
OCTG csőpiaci részesedések 2005



VI. TMK termékportfólió

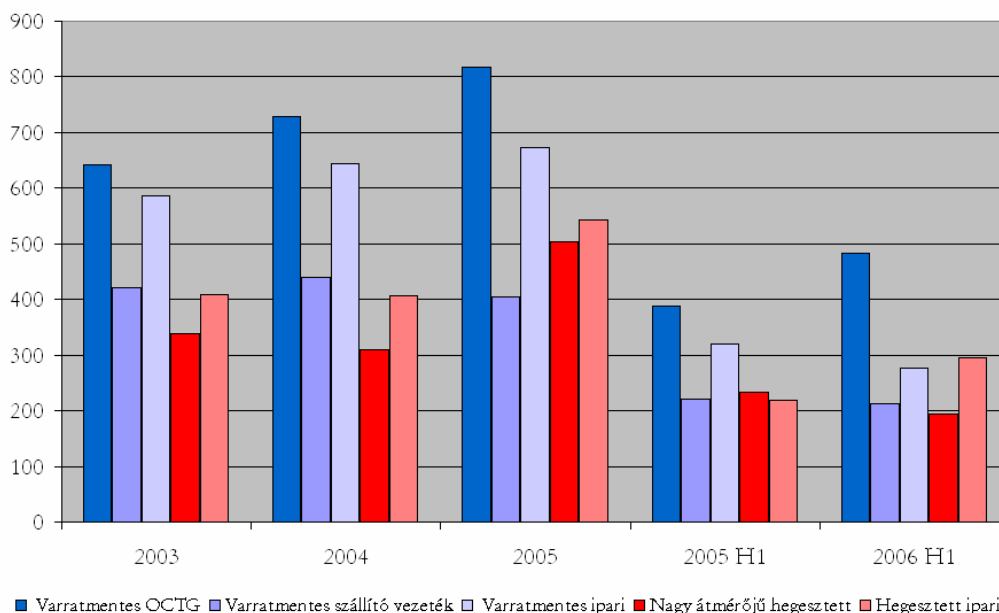
A TMK árbevételének összetételét tekintve az orosz piac továbbra is meghatározó súllyal szerepel, aránya azonban 66%-ra csökkent a 2003-as 80%-ot közelítő értékről.

Az árbevétel regionális megoszlása 2003-2006 H1



A társaság elsősorban Európában szerzett új pozíciókat, ahol az árbevétel közel háromszorosára bővült 2003 óta, elérve immár a teljes árbevétel mintegy ötödét. Arányait tekintve jelentősnek mondható emellett a Közel-Kelet ugyancsak kétszeresére bővülő súlya. A 2003-as értékekhez képest a legnagyobb előrelépést a közép-ázsiai térség mutatta, ahol az árbevétel –elsősorban a Kaszpi-térség mezőfeltárási és hálózatépítési munkálatainak hatására- már a 2006-os év első felében a teljes 2003-as érték 2,5-szeresére nőtt.

TMK termelési adatok 2003-2006 H1 (ezer tonna)



A társaság termelési adatait nézve az előállított acélcsővek volumene 22,6%-kal emelkedett 2003 és 2005 között. Az idei év első felében 6%-os bővülés volt látható 2005 H1-hez képest. A konzervatív előrejelzésünkben az év egészére 5,5%-os volumen-növekedéssel számoltunk, míg a jövő évre érezhetőbb, 8,9%-os bővüléssel.

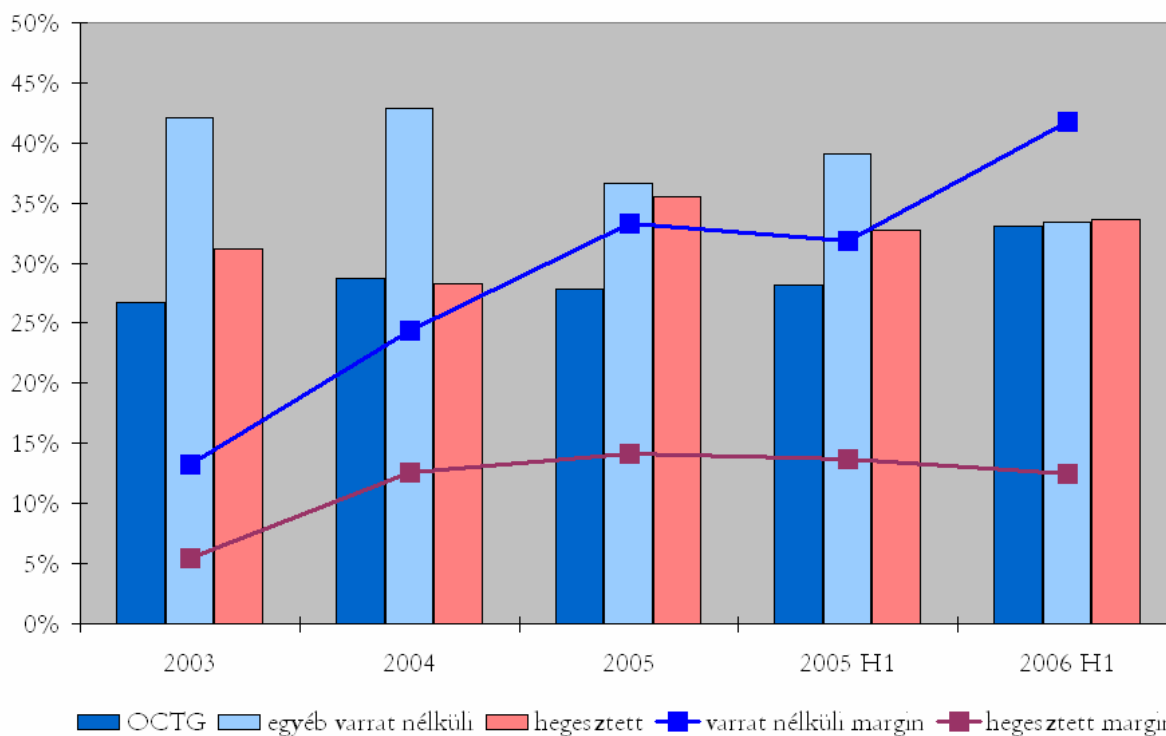
Az egyes szegmenseket külön nézve, a legnagyobb növekedési dinamika a magas marginnal rendelkező, varratmentes OCTG szegmensből származott, ahol 2003 és 2005 között 27,5%-os megugrás volt tapasztalható. Az idei első félévben ezt túlszárnyaló, egy év alatt is 24%-os megugrás volt tapasztalható. A kedvező iparági környezet és a meglévő szerződések hatására az idei és a jövő év egészére egyaránt 20%-os növekedéssel számolunk.

A szintén magasabb marginnal előállítható, varratmentes szállítóvezetékek volumene jobbra stagnált 2003 és 2005 között, érezhetően, 15%-kal megnőtt azonban az ipari felhasználók számára értékesített varratmentes acélcsővek volumene.

A nagy átmérőjű hegesztett acélcsővek elsődleges vásárlója a Gazprom. A termékvonalon realizált bruttó fedezeti hányad stagnált az elmúlt években, immár alig negyedét elérve a varrat nélküli bruttó fedezetnek.

Az értékesítés az idei első félévben gyengélkedett, ami mögött időlegesen kiesett gyártási kapacitások álltak. A második félév erősebb lehet, de önmagában sem árbevétel-dinamika, sem margin szempontjából nem ez a részleg, hanem sokkal inkább a 40%-ot közelítő bruttó fedezettel rendelkező varratmentes OCTG szegmens szolgáltathatja a növekedés elsődleges forrását.

TMK termékmegoszlás és bruttó marginok (2003-2006 H1)



Forrás: TMK

VII. Növekedési kilátások

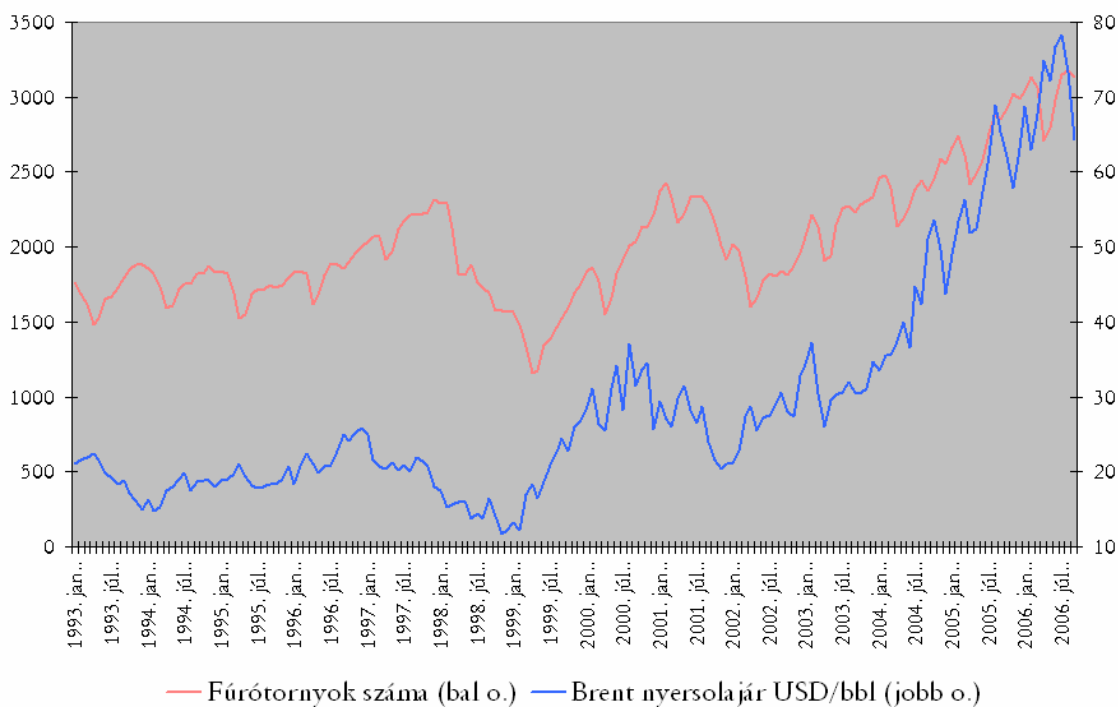
A TMK növekedési kilátásait az teszi vonzóvá, hogy több, egymástól független tényező is segítheti a társaság gazdálkodását.

1. Fúrási aktivitás: az olajár jótékony hatása

A Baker Hughes havi fúrótorony statisztikái a globális szénhidrogén-kitermelő iparág aktuális állapotát tükrözik. A havi fúrótoronyszám-adatok láthatóan követték az elmúlt évtized során a nyersolajár ingadozását.

A kőolaj elmúlt három évben történő drasztikus felértékelődése ennek megfelelően érezhetően hangsúlyosabb fúrási tevékenységet eredményezett. Egyes iparági előrejelzések szerint ugyanakkor az olajárban május óta látható korrekció nem jelenti az erőteljes fúrási tevékenység visszaszorulását, mivel 60 dolláros olajár mellett is bőségesen megéri a kitermelést a lehetséges maximum közelében tartani. Ezt egyelőre alátámasztják a havi fúrótorony- statisztikák is.

Fúrótoronyszám és nyersolajár (1993. január -2006. szeptember)



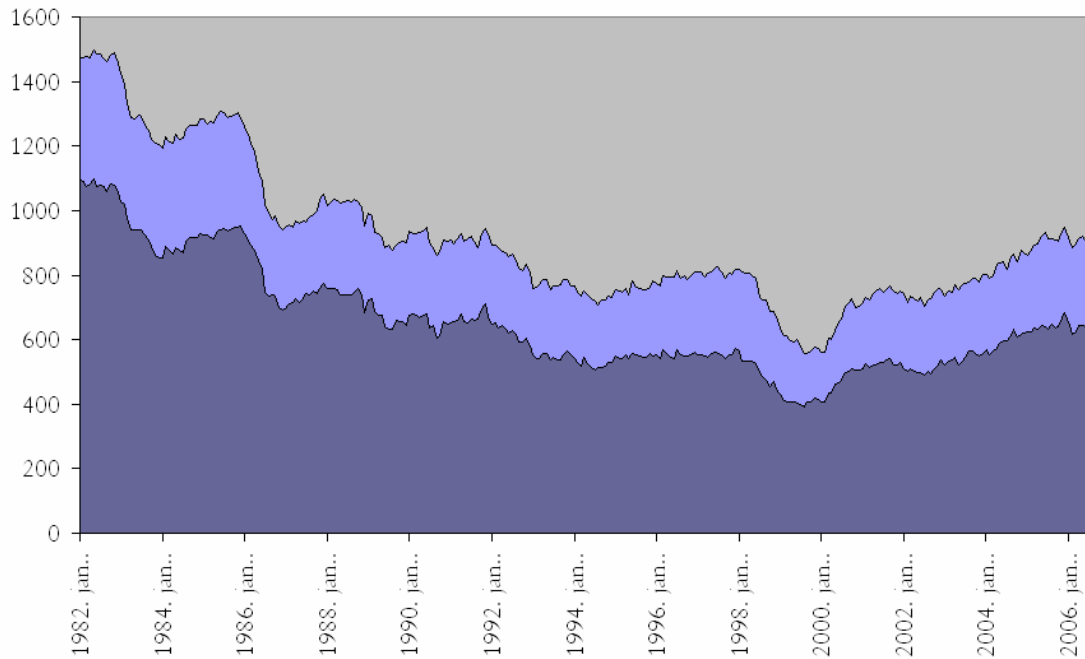
Forrás: Baker Hughes

2. Emelkedőben a nem-hagyományos kútfúrési tevékenység

Az energetikai társaságok és független iparági elemzők egy jelentős része egyetért abban, hogy a szénhidrogén-kitermelő iparágban átalakulást hozhatnak az elkövetkezendő évek.

A 2003 óta tapasztalható olajár-robbanás a kevésbé konvencionálisnak számító, part menti fúrási tevékenység lassú fellendülését is eredményezte.

Szárazföldi és partmenti fúrótornyok (1982-2006)

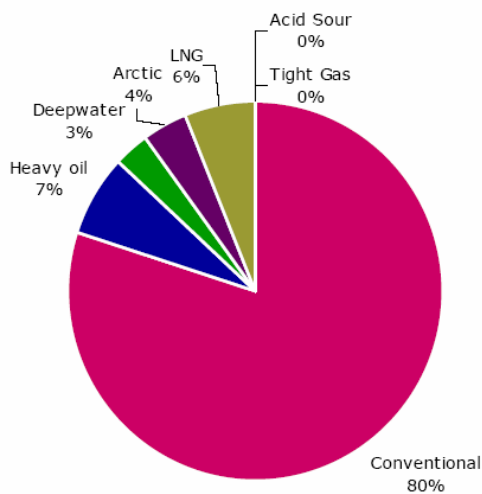


Forrás: Baker Hughes

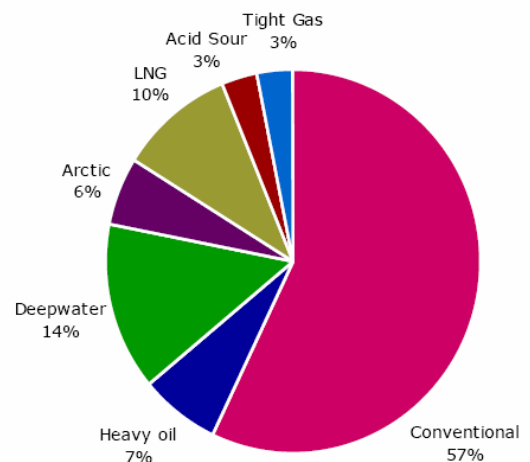
Az ExxonMobil azzal számol, hogy a konvencionálisnak számítók, alacsony mélységű szárazföldi szénhidrogén-kitermelés aránya drasztikusan, 60% alá szorulhat vissza az évtized végére a 2003-as 80% értékről.

Teret nyerhetnek ezzel együtt olyan technológiagiaényesebb megoldások, mint a mélyvízi és sarki fúrás, illetve a nehézolajfajták kitermelése.

2003 Oil & Gas production

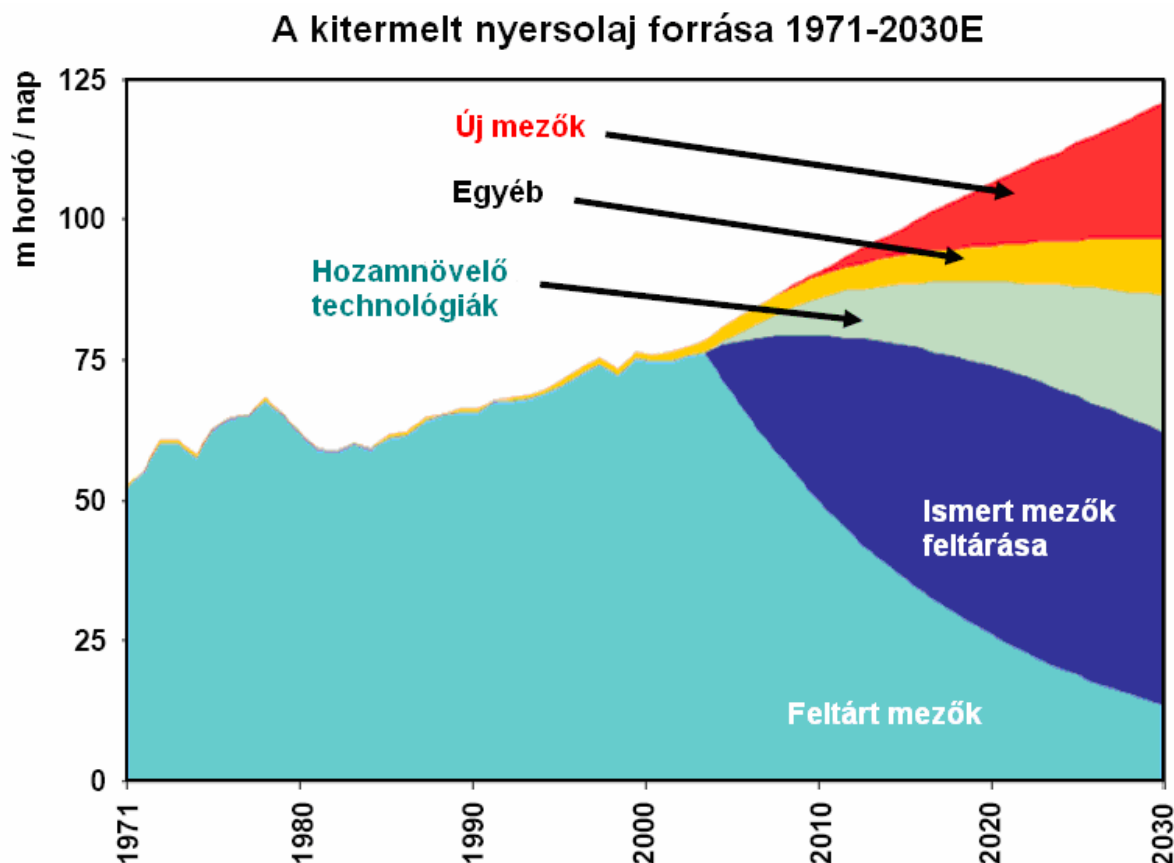


2010 Oil & Gas production



Forrás: ExxonMobil

3. IEA: hangsúlyos mezőfeltárás, alternatív kitermelési lehetőségek



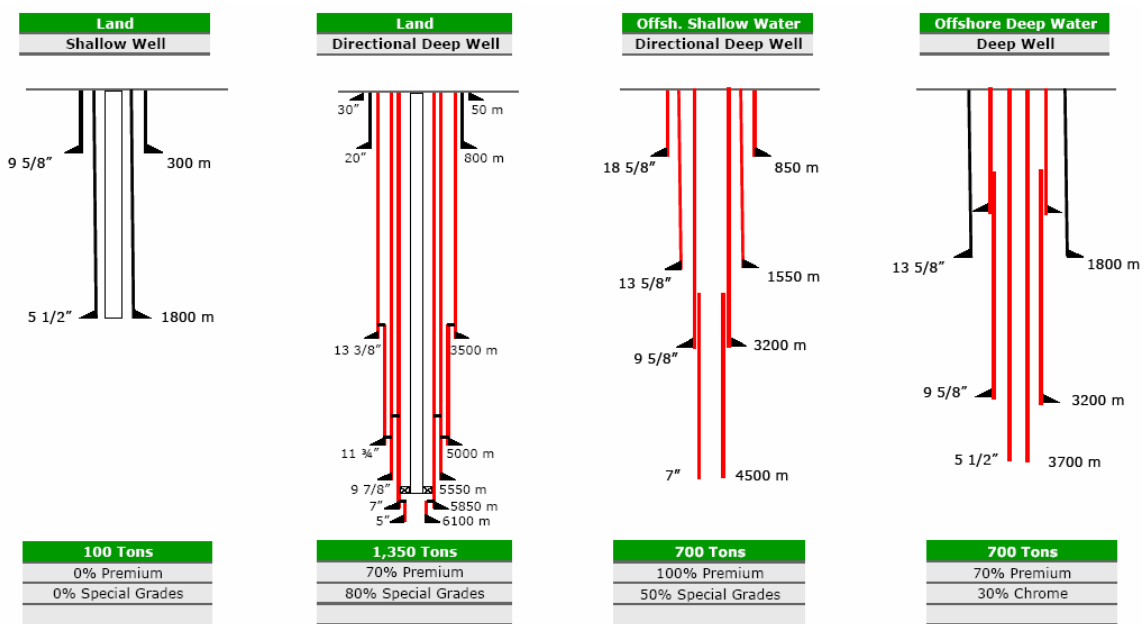
Forrás: IEA

A Nemzetközi Energetikai Ügynökség hosszú távú előrejelzésében azzal számol, hogy 2030-ra a jelenleg feltárt mezők a kőolaj-kitermelés alig hatodát biztosítják. A legrövidebb, néhány éves időhorizontú megoldást az ismert mezők feltárása és termelésbe vonása jelenti.

Az előrejelzés szerint jelentős hatással járhat emellett a hozamnövelő technológiák alkalmazása, valamint a nem konvencionális olajforrások kiaknázása (ide sorolva a kanadai olajhomokot, illetve a nehéz olajfajták hangsúlyosabb kitermelését). Az új mezők jelentik az olajmérlegben a legbizonytalanabb tényezőt, az elemzés ennek megfelelően csak 2010 után számol ezen a téren érdemi hozzájárulással.

Az acélcső-gyártó szektor számára nem csak a hangsúlyosabb mezőfeltárás jelenthet addicionális árbevétel-lehetőséget, de a nem konvencionális mélyfúrások és part menti fúrások felértékelődő szerepe is.

4. Növekvő egy olajkútra jutó csőfelhasználás?



Forrás: Tenaris

Míg egy alacsony mélységű szárazföldi kút fúrásához alig 100 tonna acélcsőre van szükség, addig iparági adatok szerint a mélységi fúrásokhoz 1300 tonnára emelkedhet a jellemzően felhasznált acélcső mennyisége.

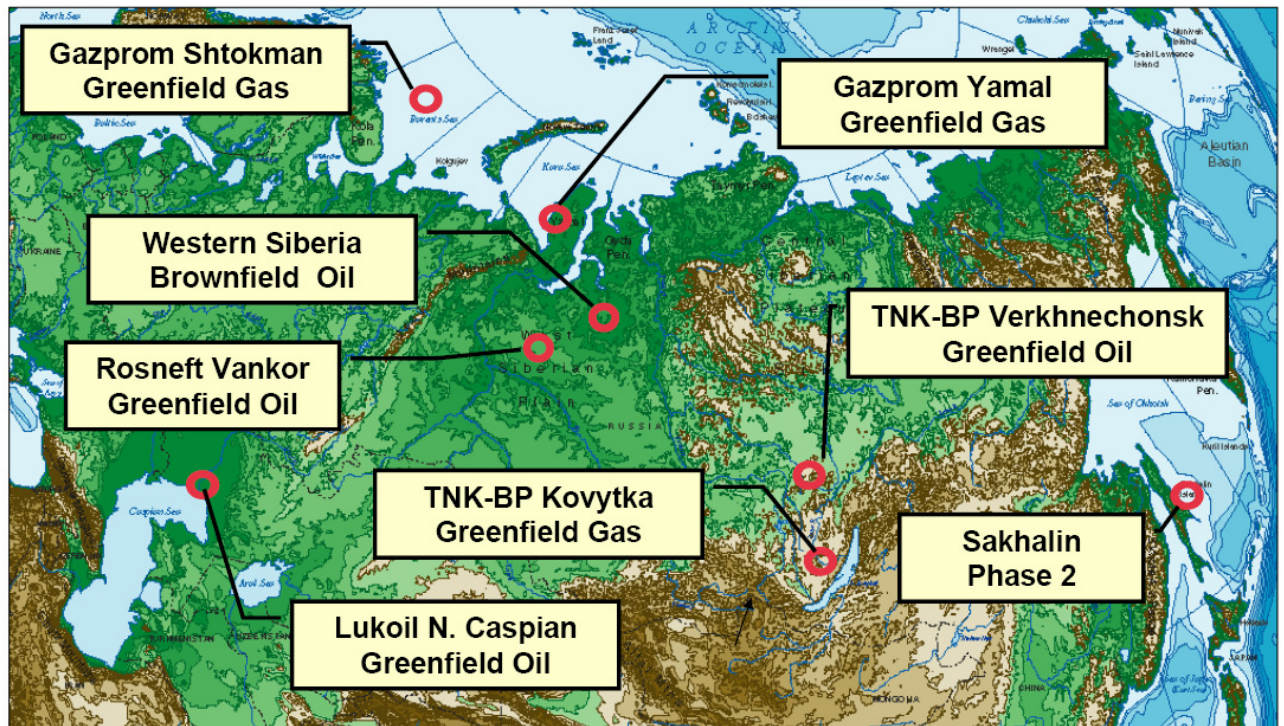
Ráadásul a nagyobb mélység jóval extrémebb körülményeket is teremt, így a felhasznált csövek 70-80%-a a prémium kategóriába tartozó (az ábrán pirossal jelölt) termékek közül kerül ki. Ugyanezen jellemző értékek a part menti fúrás esetében 700 tonnára emelkednek, ugyancsak jóval magasabb nyomástűrő és korróziós elvárások mellett. Az acélcső-gyártók számára az alternatív fúrási technológiák egyszerre jelentenek pozitív keresleti hatást, illetve marginjavulási lehetőséget.

Ezeket a tendenciákat erősítik meg a meghatározó energiatársaságok is. A Gazprom múlt héten közzétett gyorsjelentésében a korábbi várakozásoknál hangsúlyosabb mezőfeltárási és hálózatfejlesztési tevékenységet jelzett előre, aminek hatására az erőteljes beruházási program a társaság operatív cash-flowjának háromnegyedét is elérheti az elkövetkező években.

Az IEA becslései szerint az olajtársaságok kutatás-feltárási költségvetésének mintegy 11%-a jelenik meg közvetlen OCTG csőipiaci keresletként.

5. Oroszország: óriási mezőfeltárási és kitermelési projektek

Oroszországban a meghatározó energetikai vállalatok mindegyike –ide sorolva többek között a Gazpromot, a Rosznyeftet, a Lukoilt és a TNK-BP-t- jelentős mezőfeltárási projektek mellett kötelezte el magát.



A nagyobb projektek közül kiemelendő a Gazprom esetében a nyugat-szibériai mezők, illetve a Yamal-régió feltárása és fokozatos termelésbe vonása, valamint a Shtokman mező, illetve a Szakhalin projekt.

A Rosznyeft esetében a Juganszkyeftegaz mező jelenti a növekedés forrását, a társaság azonban a Vankor mező termelésbe vonását tervezi az évtized végére.

A Kaszpi-térségben a Lukoil jelenik meg a nagyobb orosz cégek közül. Ugyancsak a Kaszpi-térséghez köthető az erőteljes termelésbővítést megcélzó Kazahsztán, aminek együttes hatásaként az elkövetkezendő években a nem-OPEC olajforrások számottevő része a Kaszpi-tengeri régióból származhat.

A 34%-os részesedésével piacvezetőnek számító TMK az oroszországi és közép-ázsiai gigantikus mezőfeltárási projektekből jelentősen részesedhet az elkövetkezendő évek során.

6. Nemzetközi vezetékrendszerek: jelentős növekedési potenciál

A földgázvezetékek kapacitásbővítése, az ellátás diverzifikálása, illetve az elmaradott orosz földgázhálózat várható felújítása egyaránt a hangsúlyos vezetéképítési munkálatok forrásául szolgálhat az évtized végéig.

A teljesség igénye nélkül, néhány a jelentősebb tervezett, illetve már épülő beruházások közül:

Nabucco-projekt

A 2006 elején elmérgesedő ukrán-orosz gázvita újabb lendületet adott annak a folyamatnak, amelynek célja a földgázforrások diverzifikálása, illetve a zavartalan nyugat-európai gázellátás biztosítása.

A nyugat-európai ellátás diverzifikálását szolgálja a Nabucco projekt, amely az iráni, illetve közép-ázsiai földgázt Törökországon, valamint Bulgárián át vinné el, a jelenlegi tervek szerint mintegy 3000 km távolságra, egészen Ausztriáig. A várhatóan 3 évig tartó építési munkálatok értéke elérheti a 4,8 milliárd eurót

Északi földgázhálózat

A Nabucco-projektrel szemben az Északi földgázhálózat célja csak részben szólna a diverzifikálásról, legalább ekkora szerepe lenne az Európába irányuló orosz szállítókapacitások növelésének – kétségtelen azonban, hogy a Gazprom számára időnként fejfájást okozó Ukrajna kihagyásával. A Balti-tenger, majd az Északi-tenger fenekén lefektetett, mintegy 3000 km hosszúságú hálózat Angliát és Nyugat-Európát érné el, a munkálatot előreláthatólag 2008-ban kezdődhetnek el. A becsült építési költségek 5,7 milliárd dollárra rúghatnak.

Transz-afganisztáni vonal

A transz-afganisztáni földgázvezeték a közép-ázsiai térségből (elsősorban Türkmenisztánból) származó földgázt szállítaná Afganisztánon át Pakisztánig, majd az Indiai-óceánig. A projekt várható összköltsége becslések szerint elérheti a 3,5 milliárd dollárt.

Kazahsztán-Kína hálózat

A dinamikusan bővülő kitermeléssel rendelkező Kazahsztánt Kínával összekötő olajvezeték első fázisát idén adták át, a szállítás a közelmúltban kezdődött meg. A vezeték kapacitásának a kétszerezése a következő két évben várható, a földgázszállítást lehetővé tevő hálózat építése pedig egyre inkább aktuálissá válhat.

Dél-Korea-Oroszország

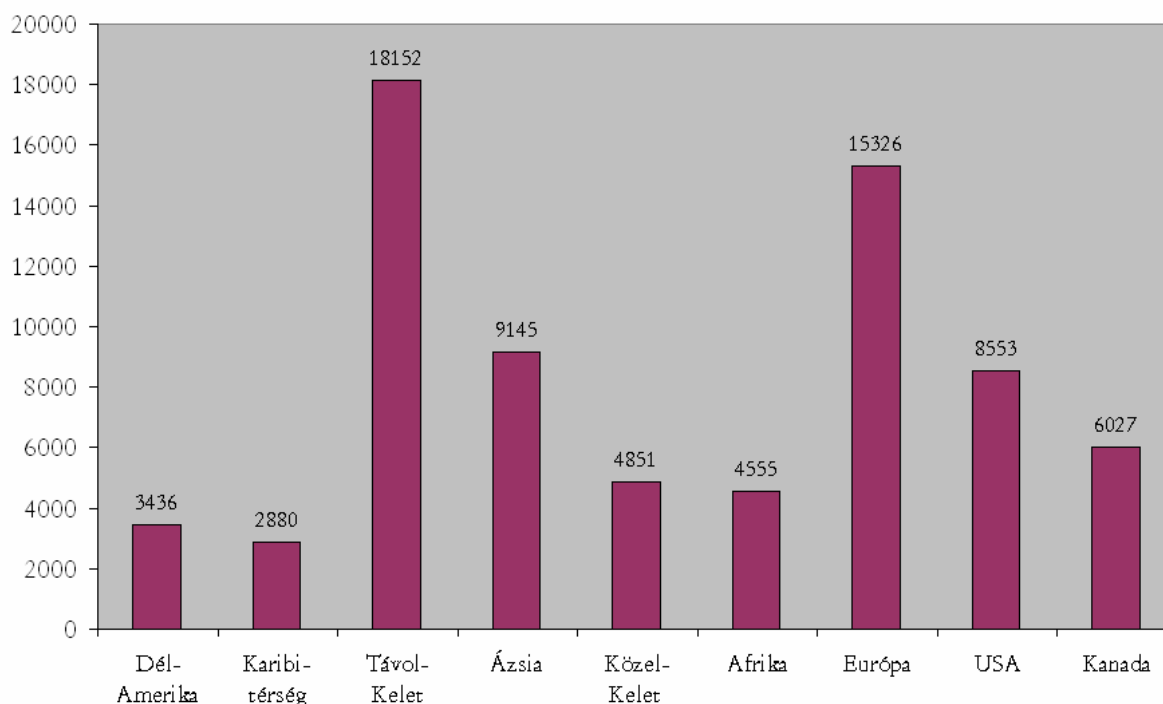
A Gazprom dél-koreai földgázértékesítést lehetővé tevő hálózata mintegy 5000 km-t elérő hosszúságú lenne, az építés becsült költsége pedig meghaladja a 10 milliárd dollárt. A projekt még a tervezési fázisban van, 2010 előtt nem várható az építése.

Az oroszországi és közép-ázsiai vonatkozású projektekből a piacvezető szerepe miatt nagyobb részt szerezhethet meg a TMK. A társaság nemzetközi jelenléte azonban egyre érezhetőbb, lehetővé téve a globális vezetékeképítési projekteknél történő megjelenést is.

Pipeline and Gas Technology: 70 ezer mérföld vezetékhálózat épülhet

A Pipeline and Gas Technology évente elkészíti a folyamatban levő és tervezett vezetékhálózatok adatbázisát. A 2005-ös jelentésükben összességében 72 ezer mérföldre teszik a potenciális hálózatépítések globális értékét, ami meglepően magas értéknek tűnhet. Ebben azonban a tervezet projektek helyett kaptak, összességében jókora tényleges és opcionális lehetőséget biztosítva az iparág számára.

Pipeline and Gas Technology (2005): Vezetékeképítési projektek (mérőföld)



Forrás: Pipeline and Gas Technology

Míg a csőértékesítés volumenét tekintve az Egyesült Államok szerepe kiemelkedő jelenleg, a hálózatépítési lehetőségekben a távol-keleti, ázsiai, illetve európai projektek is megelőzik, felvetve, hogy átsúlyozódás következhet be az elkövetkező évek során, elsősorban a TMK számára könnyebben elérhető piacok javára

Az IEA becslései szerint a hálózatépítési munkálatok teljes összköltségének mintegy 40%-a OCTG csövek vásárlásában jelentkezik. Az acélszőgyártó vállalatok ennek megfelelően évente több milliárd dolláros addicionális árbevételt érhetnek el az erőteljes hálózatépítési munkálatok hatására.

Hosszú távú vételi lehetőség

A meghatározó acélszógyártó vállalatok jellemzően egy nagyobb acélipari konszernbe integráltak, ami megnehezíti az összehasonlító árazás alkalmazását. Az acélipari vállalatok hagyományosan ciklikus működésűek, ami a nyersanyagárak, illetve a késztermék árazásának az ingadozásából adódik.

Az acélszógyártás esetében ez a ciklikusság tompítottabban jelentkezik, különösen igaz ez a varratmentes acélszövek piacára, ahol a technológia és költségigény, valamint a szereplők alacsony száma mérsékli a ciklikus ágazatokban hagyományosan jelentkező túlkapacitás-kiépülések kockázatát.

A 26 dolláros árfolyam mellett az idej EPS becslésünkkel számolva 12,4-es P/E ráta mellett forognak a TMK papírjai, míg a jövő évi előrejelzésünk 11,2-es forward P/E rátának felel meg.

A viszonylag védettebb gazdálkodási körülmények, az iparágban tapasztalható túlkereslet, illetve az egymástól független, jelentős középtávú növekedési kilátások indokolhatóvá teszik, hogy ne az acélszógyártóknak megfelelő 10-12-es P/E ráta mellett, hanem e fölött legyen a társaság fair árazása.

A jövő évi EPS várakozásunk, illetve 14-15-ös P/E ráta alkalmazásával 32,3-34,6 dolláros árfolyamérték lenne indokolt, ami a jelenlegi, 26 dolláros árfolyamhoz képest 25-33%-os felértékelődési potenciált takar. A társaság részvényében ennek megfelelően vonzó befektetési lehetőséget, illetve hosszú távú vételi lehetőséget látunk.

A TMK részvénye egy olyan energiakapcsolt növekedési sztori, ami közvetlenül nem függ az olajártól, olcsó opciót jelent azonban a hatalmas volumenű hálózatépítési és mezőfeltárási beruházásokból való részesedésre.

Kockázatok

- Az iparágra jellemző nyersanyagár-ingadozások kockázata
- A varratmentes acélszópiacon fokozódó verseny kockázata
- A tartósan eső olajár hatására visszafogottabb beruházások kockázata
- Az alternatív energia váratlan ütemű térnyeréséből adódó kockázat
- Nyersanyaghiány, időszakos üzemleállítás kockázata

Szabó Gábor
g.szabo@con.hu

Jelen dokumentum kizárólag tájékoztatás céljából készült, nem minősül értékpapírok jegyzésére, vásárlására, vagy eladására történő felhívásnak. Jelen dokumentum olyan adatokat, előrejelzéseket, információkat tartalmaz, amelyeket a dokumentum készítői megbízhatónak és pontosnak tartanak, ám a leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban jelen dokumentum készítői, illetve a társaság semmilyen felelősséget, illetve szavatosságot nem vállalnak. A Concorde Értékpapír Rt., igazgatói, alkalmazottai a dokumentumban szereplő értékpapírokban, befektetési eszközökben pozíciókkal rendelkezhetnek, ezek bármikor megváltozhatnak. A dokumentumban szereplő információkra, véleményekre, becslésekre és előrejelzésekre a piaci viszonyok változása hatással lehet. A dokumentum bármilyen formában történő teljes vagy részleges reprodukciója, újra megjelenítése semmilyen célból nem engedélyezett.