

ЩЕДРАЯ ПРЕМИЯ ЗА «НЕЛОМБАРДНОСТЬ»

Компания возвращается на рынок рублевых облигаций

Возвращение на рынок рублевых заимствований. РМК, третий по величине производитель меди в России, сегодня закрывает книгу заявок на размещение выпуска рублевых облигаций. Параметры выпуска приведены в таблице справа. По данным организаторов, привлеченные средства будут полностью использованы для рефинансирования кредитного портфеля. Заметим, что, так как у эмитента нет кредитного рейтинга, выпуск не будет включен в ломбардный список Банка России.

Выпуск привлекателен даже по нижней границе обозначенного диапазона. Организатор размещения ориентирует на ставку купона в диапазоне 10,75–11,25%, что соответствует доходности порядка 11,04–11,57% и предполагает спред к кривой ОФЗ на уровне 400–450 б.п. Среди обращающихся бумаг прямых аналогов РМК мы не видим, однако, на наш взгляд, ориентиром могут служить облигации компаний металлургического сектора, который также является цикличным. У РМК нет кредитного рейтинга, однако, с нашей точки зрения, кредитное качество компании вполне соответствует рейтингу «В-». В связи с этим мы полагаем, что премия на уровне 150 б.п., которую облигации РМК предлагают к кривой выпусков Мечела (-/B1/-) и Евраза (B/B2/B+) в случае размещения по нижней границе диапазона, является достаточной компенсацией за кредитный риск и «неломбардность» бумаги. Кредитное качество РМК мы оцениваем как приемлемое, причем отмечаем, что ввиду благоприятной конъюнктуры на рынке меди кредитные метрики компании в среднесрочной перспективе, скорее всего, улучшатся. Таким образом, мы не видим оснований для премии к ОФЗ выше 400 б.п., что соответствует справедливой, на наш взгляд, ставке купона в размере 10,75%.

Информация о выпуске

РМК - Финанс-3	
Эмитент	ООО "РМК-Финанс"
Поручители	ЗАО «Русская медная компания» завод ЗАО «ОРМЕТ» Copper Company Ltd.
Дополнительное обеспечение	
Рейтинг (S/M/F)	Отсутствует
Общий объем	3 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 3 года
Ориентир ставки купона	10,75-11,25%
Ориентир по доходности	УТМ 11,04-11,57%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	17 декабря 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	21 декабря 2010 г.

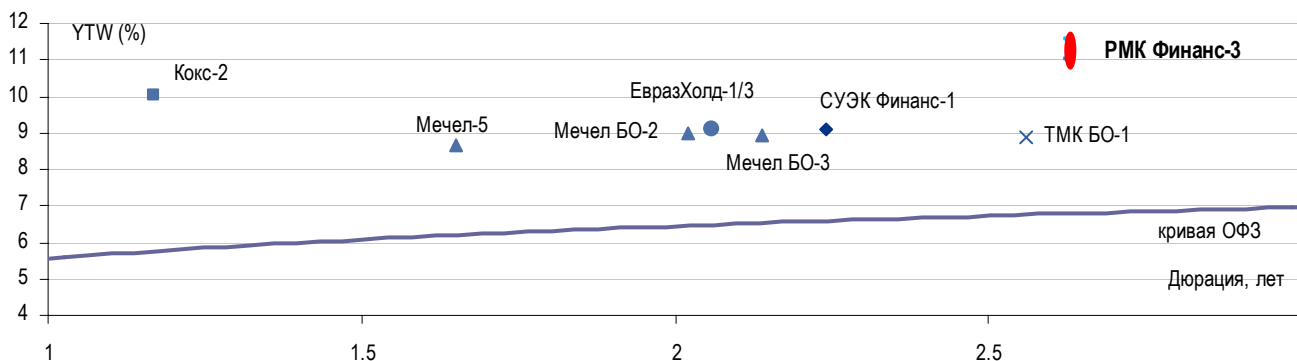
Основные финансовые показатели РМК

МСФО, млн долл.	2009	1 н/р 2010
Выручка	830	663
ЕБИТДА	212	174
Совокупный долг	989	1026
Чистый долг	985	1012
<i>Коэффициенты</i>		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	25,5	26,3
Долг/ЕБИТДА	4,7	3,2
Чистый долг/ЕБИТДА	4,7	3,2
Долг/Собств. капитал	4,0	3,3
Доля краткосрочного долга (%)	62,8	33,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Предложение интересно даже по нижней границе

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



* Данные указаны по состоянию на 16 декабря 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Компания возвращается на рынок рублевых облигаций

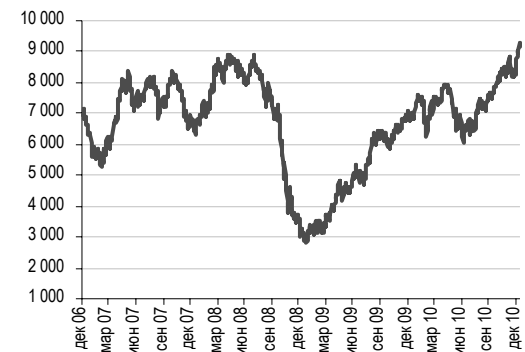
РМК – третий в России по величине производитель меди после Норильского Никеля и УГМК. Группа представляет собой вертикально интегрированный холдинг, объединяющий 10 предприятий горнодобывающего и металлургического профиля. Порядка 90% выручки компании приносит реализация медной продукции (преимущественно медной катанки и медных катодов); кроме того, РМК производит цинковый концентрат и драгоценные металлы (золото и серебро). По итогам 2009 г. РМК оценивает свою долю в общем объеме производства меди в России на уровне 16%, при этом 90% производимой продукции компания экспортирует. Ресурсная база РМК сосредоточена преимущественно на юге Урала, а также в Северном Казахстане. Запасы и ресурсы меди по национальным стандартам составляют более 11,8 млн т, что обеспечивает полную загрузку действующих обогатительных фабрик группы на ближайшие 15–20 лет. Бенефициаром РМК с долей порядка 75% является Игорь Алтушкин.

Преимущества кредитного профиля РМК. Среди достоинств кредитного профиля РМК мы отмечаем следующие.

- **Благоприятная рыночная конъюнктура.** В настоящий момент наблюдается стремительный рост цен на медь после резкого падения в 2009 г. Спрос на медь растет прежде всего со стороны азиатских стран, которые потребляют более 60% всей производимой меди в связи с масштабной программой индустриализации и, соответственно, увеличением спроса на товары длительного пользования с высоким содержанием меди (бытовую технику и т.п.). В частности, Китай, на который приходится почти 40% мирового потребления меди, в 2009 г. увеличил потребление меди на 28%. Важно отметить, что наблюдаемый в настоящее время рост цен на медь обусловлен фундаментальными, а не спекулятивными факторами.
- **Модернизированное производство.** Благодаря масштабной инвестиционной программе, осуществленной в 2004–2008 гг., на данный момент РМК использует передовые технологии, что позволяет компании при относительно низких текущих операционных затратах и минимальных инвестициях на поддержание производства демонстрировать высокую рентабельность деятельности. Затраты на поддержание производственных мощностей компания оценивает на уровне не более 20 млн долл. в год.
- **Низкий уровень транспортных издержек** благодаря близкому расположению обогатительных фабрик и добывающих предприятий
- **Приемлемое финансовое состояние.** В 2010 г. в связи с восстановлением рынка меди финансовое состояние РМК заметно улучшилось. По итогам I полугодия выручка компании составила 663 млн долл., что более чем в два раза превышает показатель первой половины 2009 г. При этом компания сохраняет рентабельность по EBITDA на высоком уровне 26,3%. Примечательно, что основной объем инвестиций в модернизацию производства компания осуществила до конца 2008 г., что позволило ей в 2009 г. получить положительный свободный денежный поток. Благодаря существенному увеличению операционной прибыли в 2010 г. компании удалось снизить долговую нагрузку, выраженную отношением Чистый долг/LTM EBITDA до 3,2 на конец I полугодия 2010 г. по сравнению с 4,7 на начало года. Если же при расчете показателя долговой нагрузки использовать EBITDA в годовом выражении, то отношение Чистый долг/EBITDA еще ниже – 2,9. Также стоит обратить внимание на улучшение ликвидной позиции РМК в 2010 г. – к концу I полугодия коэффициент ликвидности почти достиг приемлемого уровня 1, а доля краткосрочного долга снизилась до 34% с 63% на начало года. Отметим также, что ключевыми кредиторами компании являются госбанки (на долю Газпромбанка и Сбербанка приходится более 70% долга), что также является фактором поддержки кредитного профиля РМК.

Котировки восстанавливаются

Динамика цен на медь, долл./т



Источники: LME

Ключевые финансовые показатели Группы РМК, млн долл.

МСФО	2008	2009	I пол. 2010	I пол. 2009	% изм. I пол. 2010/ I пол. 2009
Выручка	960,3	830,2	662,5	265,7	149,3
Валовая прибыль	121,4	212,0	175,3	66,7	162,8
ЕБИТДА	119,3	211,8	174,1	67,8	156,8
					% изм. I пол. 2010/ 2009
Совокупный долг	1 035,5	989,3	1 025,6		3,7
<i>Краткосрочный долг</i>	797,0	621,5	344,0		(44,7)
<i>Денежные средства</i>	9,9	4,3	14,0		225,6
Чистый долг	1 025,6	985,0	1 011,6		2,7
Собственный капитал	305,1	248,5	310,8		25,1
Активы	1 539,1	1 485,0	1 517,2		2,2
Операционный поток	51,3	91,9	2,7	(15,9)	
Капитальные затраты	208,6	62,0	41,0	9,6	
Кoeffициенты					
Валовая рентабельность (%)	12,6	25,5	26,5	25,1	
Рентабельность ЕБИТДА (%)	12,4	25,5	26,3	25,5	
Долг/ЕБИТДА*	8,7	4,7	3,2		
Чистый долг/ЕБИТДА*	8,6	4,7	3,2		
Долг/Собств. капитал	3,4	4,0	3,3		
Кoeffициент текущей ликвидности	0,4	0,5	0,9		
Доля краткосрочного долга (%)	77,0	62,8	33,5		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

- **Комфортная структура займа.** Несмотря на то что эмитентом займа выступает SPV, мы считаем структуру займа довольно комфортной. Поручителями выступают основные операционные компании-держатели активов, а также ЗАО «РМК», являющееся основным центром прибыли и собственником основного объема запасов и готовой продукции. Кроме того, холдинговая компания Russian Copper Company Ltd. – гарант исполнения обязательств по оферте, что обеспечивает инвесторам дополнительный комфорт.

Основные риски. Ниже указаны основные факторы риска вложений в долговые обязательства РМК.

- **Принадлежность к сектору, отличающемуся высокой цикличностью, а также высокая волатильность цен на медь.** Если еще летом 2008 г. цена тонны меди на LME составляла 9 тыс. долл./т, то к началу 2009 г. она опустилась до 3 тыс. долл./т. На сегодняшний день цена тонны меди уже превышает 9 тыс. долл. и продолжает расти. В среднесрочной перспективе оснований ожидать такого драматического падения цен, какое наблюдалось в 2009 г., мы не видим, учитывая высокий спрос на медь со стороны развивающихся рынков при ограниченном предложении.
- **Все еще значительный объем краткосрочного долга.** Доля краткосрочного долга у РМК по-прежнему высока, при том что объем денежных средств является минимальным. В то же время мы ожидаем, что увеличение операционной прибыли в отсутствие необходимости финансировать капитальные затраты, должно позволить компании аккумулировать достаточный объем ликвидности. Мы также считаем, что наличие в числе основных банков-кредиторов государственных банков в определенной мере смягчает риск рефинансирования.
- **Недостаточно высокий уровень финансовой и информационной прозрачности.** Ранее компания не публиковала консолидированную отчетность по международным стандартам, также нет информации о прогнозных показателях. Мы надеемся, что после выхода на рынок публичных долговых обязательств компания повысит уровень информационной открытости.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010