

## ЦЕНЫ НА МЕДЬ БЬЮТ РЕКОРДЫ – ПОВОД ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ НА РМК ФИНАНС-3

### Торговая идея в третьем эшелоне

**Недооцененность выпуска все очевиднее.** РМК, третий по величине производитель меди в России, в конце прошлого года разместила выпуск рублевых облигаций на пять лет с трехлетней офертой. Ставка купона составила 10,4%. С момента размещения выпуск демонстрирует неплохую ликвидность для эмитента третьего эшелона, однако облигации торгуются вблизи номинала с доходностью к оферте порядка 10,4%, что соответствует премии к ОФЗ в размере около 380 б.п. На наш взгляд, премия на уровне 200 б.п., с которой облигации РМК торгуются к выпускам компаний металлургического сектора второго эшелона – Мечела (B1) и Евраз (B/B2/B+) – является чрезмерно щедрой, и потенциал ее сокращения мы оцениваем не менее чем в 50–70 б.п., что предполагает рост в цене на 100–150 б.п. Мы полагаем, что справедливая компенсация за кредитный риск РМК находится ниже текущего уровня, учитывая, что кредитное качество эмитента заметно улучшилось в 2010 г. и эта тенденция, по нашему мнению, сохранится в текущем году. Наше мнение об инвестиционной привлекательности долговых обязательств РМК базируется на следующих основных положениях.

- Цены на медь в начале 2011 г. превзошли исторический максимум, достигнутый в 2008 г., и остаются стабильно высокими благодаря росту спроса на медь.
- Мы ожидаем значительного роста операционной прибыли РМК в 2010 и 2011 г., что в отсутствие существенных потребностей в инвестициях позволит компании и дальше снижать долговую нагрузку.
- Уже по итогам I полугодия 2010 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА у РМК снизилось до приемлемого уровня 3,2, а коэффициент текущей ликвидности достиг 0,9.
- Учитывая, что основными кредиторами РМК являются госбанки, риск возникновения проблем с рефинансированием долговых обязательств компании можно считать невысоким. Также мы принимаем во внимание положительную кредитную историю РМК на публичном долговом рынке (ранее в обращении находились как рублевые облигации РМК, так и выпуск CLN, обязательства по которым были полностью исполнены).
- Отсутствие у компании кредитного рейтинга уже не предполагает наличия премии за «неломбардность» после ужесточения требований к эмитентам для включения в ломбардный список. Кроме того, в последнее время все больше эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга, выходят на публичный рынок (разместить облигации планируют РУСАЛ, Уралкалий, Куйбышевазот).

### Информация о выпуске РМК Финанс-3

Эмитент	ООО "РМК-Финанс"
Поручители	ЗАО «Русская медная компания» ЗАО «Новгородский металлургический завод» ЗАО «ОРМЕТ»
Дополнительное обеспечение	Публичная безотзывная оферта Russian Copper Company Ltd.
Рейтинг (S/M/F)	Отсутствует
Общий объем	3 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	5 лет
Оферта	через 3 года
Ставка купона	10,40%
<b>Текущая доходность</b>	<b>10,35%</b>

### Ключевые финансовые показатели РМК, МСФО, млн долл.

	2009	I n/r 2010
Выручка	830	663
ЕБИТДА	212	174
Совокупный долг	989	1 026
Чистый долг	985	1 012
<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 короткого долга (%)	62,8	33,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Третий по величине производителем меди в России.** РМК является третьим в России производителем меди после Норильского никеля и УГМК. Компания оценивает свою долю в общем объеме российского производства меди в 16%, при этом 90% производимой продукции она экспортирует. Ресурсная база РМК сосредоточена преимущественно на юге Урала, а также в северном Казахстане. Запасы меди по национальным стандартам составляют более 11,8 млн т, что обеспечивает полную загрузку действующих обогатительных фабрик группы на ближайшие 15–20 лет.

**Факторы роста инвестиционной привлекательности.** Мы бы хотели подробнее остановиться на следующих факторах роста инвестиционной привлекательности долговых обязательств РМК.

- **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 осуществляемыми ими масштабными программами индустриализации и, соответственно, увеличением спроса на товары длительного пользования с высоким содержанием меди (рафинированная медь используется в машиностроительной, кабельной, электронной и ряде других отраслей). В частности Китай, на который приходится почти 40% мирового потребления меди, в 2009 г. увеличил потребление этого металла на 28%. Важно отметить, что наблюдаемый в настоящее время рост цен на медь обусловлен фундаментальными, а не спекулятивными факторами.

При этом в 2010 г. производство рафинированной меди в мире было дефицитным. Согласно данным ICSG, дефицит меди только за 10 месяцев 2010 г. составил 404 тыс. т. По прогнозам отраслевых экспертов, в 2011 г. баланс сохранится на том же уровне, с возможным увеличением дефицита. В 2010 г. среднегодовая стоимость меди увеличилась на 46,3% – до 7 535 долл./т, причем среднеквартальная цена меди в IV квартале 2010 г. достигла уровня 8 631 долл. за тонну и продолжила расти. В 2011 г., согласно прогнозам экспертов, средняя цена на медь возрастет на 26% до 9 500 долл./т, при этом уже в феврале цена меди на LME превысила 10 100 долл./т, достигнув исторического максимума.

- **Приемлемое финансовое состояние.** В 2010 г. в кредитный профиль РМК заметно улучшился. По итогам I полугодия выручка компании составила 663 млн долл., что более чем вдвое превышает уровень первой половины 2009 г. При этом компания сохраняет высокую рентабельность по EBITDA – 26,3%. Благодаря увеличению операционной прибыли долговая нагрузка РМК, выраженная отношением Чистый долг/LTM EBITDA, сократилась с опасного уровня 4,7 на начало 2010 г. до 3,2 на конец I полугодия 2010 г. (если же при расчете показателя долговой нагрузки использовать EBITDA в годовом выражении, то отношение Чистый долг/EBITDA еще ниже – 2,9). По итогам 2010 г. РМК оценивает выручку на уровне 1,46 млрд долл., EBITDA – в размере порядка 361 млн долл., а отношение Чистый долг/EBITDA не выше 3,0. Также важно отметить, что основной объем инвестиций в модернизацию производства компания осуществила до конца 2008 г., что позволило в 2009 г. получить положительное значение свободного денежного потока. В отсутствие существенных потребностей в инвестициях (капитальные затраты на 2011–2014 гг. запланированы на скромном уровне 166 млн долл.) мы ожидаем, что компания и дальше будет снижать долговую нагрузку.

### Цена на медь превысила исторический максимум

Спот-цена меди на LME, долл./т



Источник: LME

**Ключевые финансовые показатели Группы РМК по МСФО, млн. долл.**

	2008	2009	I п/г 2010	2010 П	2011 П
Выручка	960,3	830,2	662,5	1 460,6	1 548,7
ЕБИТДА	119,3	211,8	174,1	361,2	409,3
Совокупный долг	1 035,5	989,3	1 025,6	1 089,7	982,4
Краткосрочный долг	797,0	621,5	344,0		
Денежные средства	9,9	4,3	14,0		
Чистый долг	1 025,6	985,0	1 011,6	1 089,7	982,4
Собственный капитал	305,1	248,5	310,8		
Активы	1 539,1	1 485,0	1 517,2		
Операционный поток	51,3	91,9	2,7		
Капитальные затраты	208,6	62,0	41,0	124,5	88,0
<b>Коэффициенты</b>					
Рентабельность ЕБИТДА (%)	12,4	25,5	26,3	24,7	26,4
Долг/ЕБИТДА*	8,7	4,7	3,3	3,0	2,4
Чистый долг/ЕБИТДА*	8,6	4,7	3,2	3,0	2,4
Долг/Собств. капитал	3,4	4,0	3,3		
Козф. текущей ликвидности	0,4	0,5	0,9		
Доля краткосрочного долга (%)	77,0	62,8	33,5		

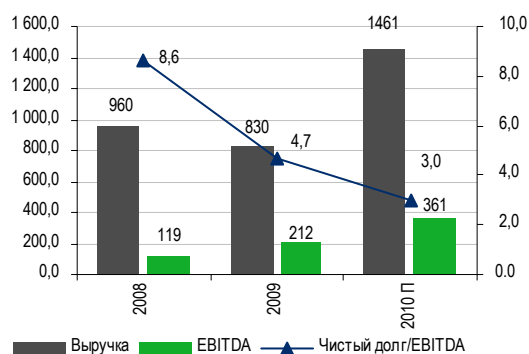
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

- **Комфортная структура долгового портфеля.** Ключевые кредиторы РМК – госбанки (на долю Газпромбанка и Сбербанка приходится более 70% долга), это, на наш взгляд, смягчает риск рефинансирования обязательств. В 2011 г. компании предстоит выплатить лишь около 246 млн долл. При этом, по оценкам РМК, ЕБИТДА в текущем году составит 409 млн долл. (из расчета, что средняя цена за тонну меди составит 7 тыс. долл.), что при запланированных капитальных затратах на уровне 88 млн долл. позволяет компании погасить долг из операционного потока. Что касается значительного объема долга к погашению в 2012 г., то стоит отметить, что 162 млн долл. (или 42% от суммы погашения) приходится на револьверные кредиты Сбербанка и Газпромбанка, которые, с высокой долей вероятности, будут рефинансированы.

**Кредитные метрики РМК улучшаются**

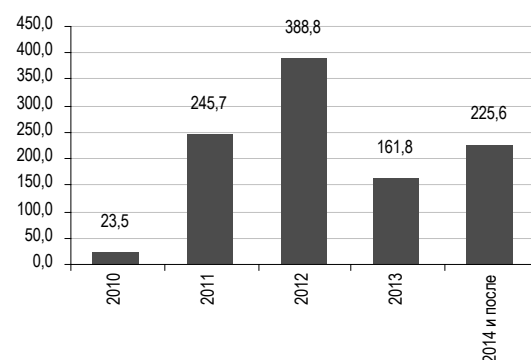
Ключевые финансовые показатели РМК, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Структура долга по срокам погашения не вызывает опасений**

График погашения долга РМК по состоянию на 30 сентября 2010 г.



Источники: данные компании

- **Переоцененность кредитного риска РМК на фоне компаний-аналогов.** Прямых аналогов РМК среди компаний, чьи облигации находятся в обращении, мы не нашли, однако полагаем, что для сравнения вполне можно ориентироваться на компании из циклического горнодобывающего сегмента – Мечел и Группу Кокс.

**Ключевые финансовые показатели**

МСФО/GAAP, млн долл.

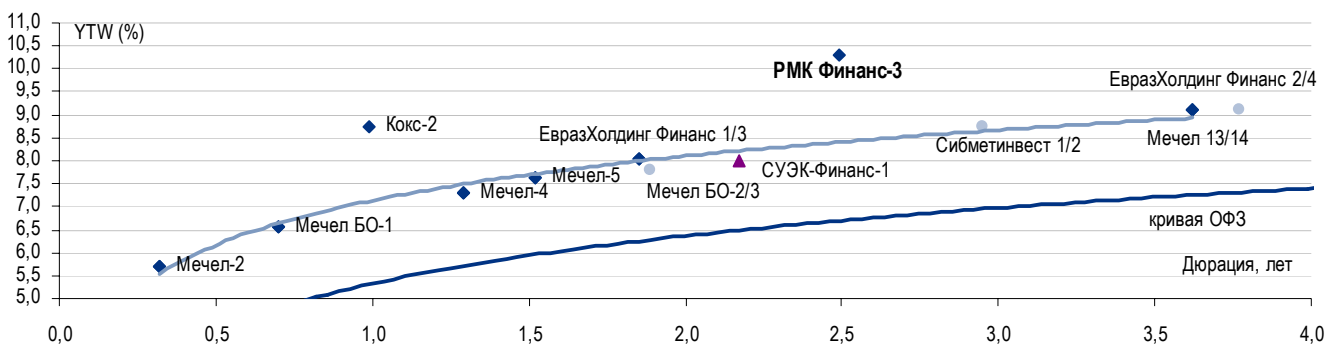
Рейтинг (S/M/F)	РМК		Кокс		Мечел	
	NR		B/B2/NR		NR/B1/NR	
	2009	2010П	2009	2010П	2009	9 мес. 2010
Выручка	830	1 461	914	1 471	5 754	6 976
ЕБИТДА	212	361	124	300	652	1 430
Совокупный долг	989	1 090	691	700	5 998	7 033
Чистый долг	985	1 090	672	602	5 583	6 750
<i>Коэффициенты</i>						
Рентабельность ЕБИТДА (%)	25,5	24,7	13,5	20,4	11,3	20,5
Долг/ЕБИТДА	4,7	3,0	5,6	2,3	9,2	4,9
Чистый долг/ЕБИТДА	4,7	3,0	5,4	2,0	8,6	4,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации Мечела торгуются с дисконтом по доходности к выпускам РМК и Кокса, что, несмотря на более высокую долговую нагрузку Мечела, представляется справедливым, учитывая значительно больший объем его бизнеса, более высокий уровень финансовой и информационной прозрачности (акции Мечела торгуются на бирже), а также более сильный кредитный профиль, обуславливающий более высокий кредитный рейтинг – «В1» от Moody’s. В то же время размер премии, которую должны предлагать облигации РМК и Кокса к обязательствам Мечела мы оцениваем на уровне не более 130–150 б.п. Кредитный риск РМК и Кокса мы считаем приблизительно равным, принимая во внимание отсутствие кредитного рейтинга и более высокий уровень долговой нагрузки у первой и невысокую информационную прозрачности второго (отчетность Кокса за I полугодие 2010 г. недоступна). В настоящий момент облигации Кокса торгуются с премией к выпускам Мечела порядка 150 б.п., в то время как РМК предлагает премию порядка 200 б.п., которая, по нашему мнению, является чрезмерно щедрой, и потенциал ее сокращения мы оцениваем не менее чем в 50–70 б.п., что соответствует росту в цене на уровне 100–150 б.п. Кстати, доходность по облигациям Кокса, на наш взгляд, также имеет потенциал снижения благодаря короткому сроку займа (выпуск погашается через год) при умеренных рисках рефинансирования.

**Потенциал снижения доходности выпуска РМК Финанс-3 составляет 50–80 б.п.**

Диаграмма доходностей рублевых облигаций\*



\*Данные указаны по состоянию на 17 февраля 2011 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

# 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  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Корпоративные выпуски

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

### Управление по рынкам долгового капитала

### 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, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Нефть и газ

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

### Стратегия/Политика

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

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

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

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

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

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 был 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 2011