

РУССКАЯ МЕДНАЯ КОМПАНИЯ (NR): КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

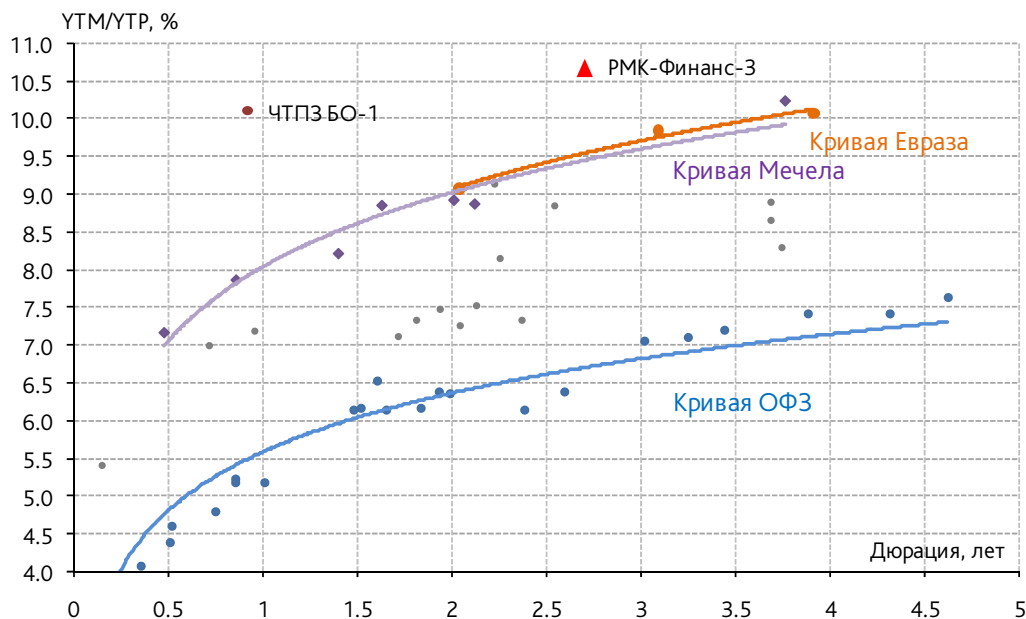
СЕРГЕЙ ГОНЧАРОВ +7 495 786 23 48
sergey.goncharov@trust.ru

21 декабря 2010 года состоялось размещение пятилетних облигаций **PMK-Финанс-3** с трехлетней офертой. По итогам сбора заявок на RUB3 млрд. бумаг был предъявлен спрос на RUB4.2 млрд., а ставка полугодичного купона установлена на уровне 10.40% (УТР 10.67%). При этом неплохой спрос позволил разместить выпуск ниже изначально озвученного диапазона в 10.75-11.25%.

Мы оцениваем кредитное качество РМК как стабильное, хотя отмечаем высокую зависимость от мировых цен на медь, а также слабую позицию ликвидности, которая компенсируется тесным сотрудничеством с госбанками. Мы считаем, что на обозримую перспективу это означает, что, как и многие другие металлурги, РМК будет поддержана финансово даже в случае кризисного развития событий. Долговая нагрузка эмитента умеренно высокая, однако исторические рекорды, устанавливаемые сейчас ценами на медь, нивелируют негативный эффект. Нам нравится тот факт, что компания миновала период крупных инвестпроектов, а потому в будущем ее кредитные характеристики, как минимум, не должны ухудшаться, а как максимум, будут укрепляться.

По структуре акционеров, по слабой позиции ликвидности, а также по сильной зависимости от госбанков РМК напоминает ЧТПЗ. В то же время у медной компании финансовые метрики смотрятся привлекательнее. В связи с этим мы видим справедливый спред РМК к кривой Мечела на уровне 150 бп против 250 бп по ЧТПЗ БО-1. Такая премия будет включать в себя меньшие масштабы бизнеса, нежели у диверсифицированного Мечела, а также отсутствие бумаги в ломбардном списке и, скорее всего, невысокую ее ликвидность. Таким образом, на текущий момент справедливой доходностью бумаг **PMK-Финанс-3** мы считаем 10.40-10.50%

ДИАГРАММА 1. ВЫПУСК РМК НА ФОНЕ ДРУГИХ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО СЕКТОРА



Источник: ММВБ

КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

Русская Медная Компания (РМК) – один из трех крупнейших вертикально интегрированных производителей меди в России. РМК объединяет в себе добывающие активы на Южном Урале и в Казахстане, а также производственные площадки по обработке – в Челябинской и Новгородской областях.

Компания контролируется бизнесменом Игорем Алтушкиным (более 75% акций). Ранее предприниматель был партнером Искандера Махмудова по другому металлургическому холдингу – УГМК (Уральская Горно-Металлургическая Компания). В 2004 году г-н Алтушкин основал РМК и стал вести бизнес самостоятельно, хотя совместно с конкурентом – УГМК – по-прежнему имеет ряд проектов. Так, РМК и УГМК совместно владеют крупным



пакетом Челябинского Цинкового Завода (58%, из которых доля РМК эффективно составляет 21.5% уставного капитала завода), а также СП – основного поставщика лома цветных металлов для РМК – Уральская Сырьевая Компания (доли по 50% у каждого).

Компания – не новичок на долговом рынке: в декабре 2008 РМК погасила еврооблигации на USD100 млн., выпущенные в 2005. С 2007 по 2010 в обращении находился также рублевый выпуск **РМК-Финанс 1** на RUB3 млрд., который был погашен в апреле 2010 года. До кризиса бумаги имели умеренную ликвидность, но были погашены своевременно. В то же время в течение 2009 года РМК нарушала ряд ковенантов перед банками и должна была урегулировать ситуацию.

Информационную прозрачность эмитента нельзя назвать идеальной, хотя публикация цифр отчетности по МСФО за полугодие выгодно отличает его от других представителей третьего эшелона. В ходе размещения облигаций компания предоставила довольно подробный меморандум, однако в дальнейшем мы бы хотели увидеть более последовательные шаги: публикацию МСФО отчетности в свободном доступе, пресс-релизы по операционной деятельности, получение рейтингов от международных агентств.

РЫНОК МЕДИ

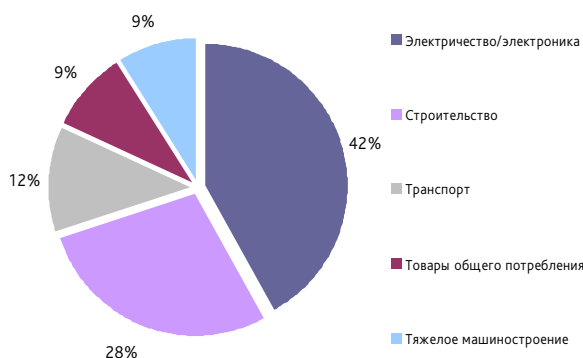
Медь является очень популярным металлом во многих видах конечной продукции. Многие ее свойства вызывают высокий промышленный спрос, из основных можно отметить следующие:

- **Высокая электропроводность.** Использование меди в проводах, а также приборах электроники, пожалуй, наиболее известное ее применение. По проводимости медь уступает лишь серебру – металлу, значительно более дорогому.
- **Теплопроводность и теплоемкость,** за счет которых медь используют при изготовлении энергоэффективных генераторов, моторов, а также относительно новых источников энергии, таких как солнечная, ветряная, геотермальная. Не исключено, что с развитием альтернативных источников энергии спрос на медь на мировых рынках будет высоким.
- **Механическая прочность и коррозионная устойчивость** обеспечивает широкое применение меди при производстве транспортных средств (современные поезда, самолеты, корабли). Например, средний современный автомобиль содержит в себе около 22.5 кг меди, а современные скоростные поезда – от 2 до 4 тонн.
- **Бактерицидные свойства** также способствуют использованию меди в водопроводных системах, монетах, предметах домашнего хозяйства и архитектуре.

ДИАГРАММА 2. ЦЕНЫ НА МЕДЬ НА ЛОНДОНСКОЙ БИРЖЕ МЕТАЛЛОВ



ДИАГРАММА 3. ОСНОВНЫЕ ОБЛАСТИ ПРИМЕНЕНИЯ МЕДИ, 2009



Источник: LME

Источник: LME

Медь имеет ряд схожих с другими промышленными металлами особенностей в плане устройства рынков. Во-первых, структура спроса и предложения. Китай является крупнейшим импортером меди (около 20%, при доле 38% от общемирового потребления меди), кроме этого ряд экономически развитых государств Европы, Азии, а также США являются крупными покупателями меди на мировых рынках. Основными же экспортерами сырья являются в основном развивающиеся страны во главе с Чили, на которую в 2009 году пришлось треть всей мировой добычи.

В связи с такой неравномерностью в производстве и потреблении в ценообразовании меди большую роль играют товарные биржи, на которые приходится около половины всех мировых запасов товарной меди с начала 2009 года. Отметим, что в последнее время цена на медь находится на исторических максимумах (см. диаграмму 2). Причина



этого, на наш взгляд, не только в том, что в 2010 году впервые с 2007 года наблюдается дефицит металла, но и в спекулятивной составляющей. Так, в декабре Лондонская Биржа Металлов (LME) – основная торговая площадка меди – сообщала о том, что 90% запасов биржи были сосредоточены в руках одного трейдера. В связи с этим мы отмечаем, что волатильность цены на продукцию может быть очень большой, о чем свидетельствуют и исторические данные.

Производственная цепочка медной продукции в порядке от ресурсов до продуктов такова:

- Добыча медной руды (содержит в среднем не более 1.5% меди);
- Обогащение руды (производство медного концентрата, содержащего от 15 до 45% меди по массе). Включает в себя искусственное повышение содержания минералов в сырье путем удаления пустой породы;
- Производство черновой меди (полуфабрикат, получаемый в результате ее очистки при первой плавке). В результате продукция содержит около 99% меди;
- Медные катоды (слитки весом около 25 кг, используются в качестве конечной продукции);
- Производство медной катанки, получаемой с помощью прокатки катодов.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК МЕДИ

Россия является крупным игроком на мировом рынке меди. По итогам 2009 года в нашей стране было добыто 5.3% меди или 300 тыс. тонн из 15.9 млн. тонн (7 место в мире).

Российский рынок меди имеет низкий уровень конкуренции. На нем присутствуют лишь три игрока: Норникель с долей производства этого металла 46%, Уральская Горно-Металлургическая Компания (УГМК) посредством своей головной компании в сегменте цветных металлов - Уралэлектромедь (38% рынка) и Русская Медная Компания (РМК) – 16%. Кроме того, через несколько лет может появиться и четвертый игрок. В 2008 году холдинг Металлоинвест купил лицензию на разработку одного из крупнейших месторождений меди в мире – Удоканского.

В то же время внутренний рынок имеет невысокую емкость, а потому значительная доля меди и медных продуктов идет на экспорт. Так, в 1П 2010 в России было продано всего 2% основной продукции РМК. В связи с этим конкуренция внутри страны оказывает значительно меньшее влияние, чем ситуация на мировых товарных рынках. Так, введение экспортной пошлины на медные катоды в размере 10% в декабре 2010 года должно изменить структуру производства основных компаний.

МЕСТО РМК НА РЫНКЕ

РМК объединяет в себе 6 предприятий горнодобывающего и 4 – металлургического секторов, за счет чего обеспечивает себе вертикальную интеграцию. Ее сырьевые площадки расположены на Южном Урале и в Казахстане, а перерабатывающие мощности – в Челябинской и Новгородской областях. Мы с позитивом отмечаем близость этих регионов, что положительно отражается на транспортных расходах компании.

РМК специализируется на выпуске медных катодов и катанки (производственные мощности по выпуску 200 тыс. тонн в год и 190 тыс. тонн в год соответственно), выручка от этой продукции составляет от 80% до 90% выручки Группы. Остальная выручка приходится на другие виды медной продукции, а также цинк, золото и серебро, которые попутно добываются добывающим дивизионом РМК. Такая диверсификация, на наш взгляд, позитивна с точки зрения рыночных рисков.

Мы с негативом отмечаем невысокую загрузку мощностей на основных предприятиях РМК – так, по рудному дивизиону она составила в 1П 2010 лишь 71%, по производству катодов – 80%, а по катанке – всего 37%. В связи с введением пошлины на катоды мы ожидаем изменения структуры загрузки мощностей, однако считаем, что на рентабельность бизнеса это будет иметь ограниченное влияние.

80% своей годовой продукции компания продает по контрактам, заключаемым на год вперед. Это позволяет, на наш взгляд, несколько снижать рыночный риск, однако не в полной мере. Остальные 20% продаются на спотовом рынке. Практически вся продукция продается по контрактам с зарубежными производственными компаниями через крупных трейдеров.

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ РМК

Финансовое положение Русской Медной Компании мы характеризуем как сильно зависимое от мировых цен на медь, что, безусловно, является ее основным риском. В текущих условиях для компании это позитивно. Так, в 1П 2010 года выручка год к году выросла в 2.5 раза при росте средних цен на 70%. В текущих условиях, когда медь находится на исторических максимумах, можно ожидать, что по итогам 2010 года финансовые показатели продолжат восстанавливаться.



Ключевыми позитивными моментами отчетности являются следующие:

- С конца 2008 года РМК практически не наращивает **совокупный долг** (около USD1 млрд.) и сокращает краткосрочную его часть. Текущий облигационный выпуск (около USD100 млн. в долларовом выражении), который планируется направить на рефинансирование, позволит, на наш взгляд, еще больше укрепить профиль компании.
- Всего в 2010-2014 гг. **инвестпрограмма** запланирована в объеме USD294 млн. (в среднем по USD60 млн. в год), что не является высоким значением, а потому посилено для компании. Связано это с окончанием периода крупных инвестиционных затрат в 2008 году.
- Неплохая **рентабельность** по EBITDA (19.4% в сложном 1П 2009, 23.7% в 1П 2010), при этом невысокая чувствительность эффективности бизнеса по отношению к ценам на медь несколько смягчает зависимость выручки от этого показателя.
- **Долговая нагрузка** компании сейчас находится на умеренно высоком уровне («Долг/EBITDA» 3.5x по итогам 1П 2010 года). В 2010 и 2011 годах, по-видимому, уровень левериджа сократится. В среднем для металлургических компаний третьего эшелона этот показатель является довольно хорошим.

В то же время наиболее уязвимыми местами отчетности РМК мы считаем:

- **Денежные потоки** компании, которые традиционно значительно ниже, чем EBITDA, что связано с необходимостью пополнять оборотные активы. Низкие уровни денежных потоков означают, что погашать основные суммы долга компании будет затруднительно в ближайшие годы. За последние 2 года лишь во 2П 2009 года РМК сгенерировала положительный уровень свободного денежного потока.
- **Ликвидность** РМК традиционно находится на очень низком уровне. Так, денежные средства и эквиваленты составляли около USD7 млн., то есть меньше 0.5% от совокупных активов. Впрочем, отметим, что это характерно для многих компаний металлургического сектора, которые привыкли работать с крупными госбанками, готовыми предоставлять им средства на пополнение оборотного капитала и рефинансирование долгов. Отметим, что в кризис компания смогла успешно этим воспользоваться и сохранить свою кредитную историю незапятнанной дефолтами.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РМК

МСФО, USD млн.	2008	1П 09	2009	1П 10	1П 10/09
Выручка	960	261	830	659	152%
ЕБИТДА	92	51	184	156	208%
Чистая прибыль	(84)	(102)	(55)	76	174%
Чистый операционный денежный поток	51	(16)	92	3	117%
Капвложения и приобретение ДЗО	251	1	64	45	7114%
Свободный денежный поток	(157)	(26)	30	(38)	50%
Совокупный долг в т.ч.	1,036	1,046	989	1,026	-2%
<i>Краткосрочный долг</i>	797	387	622	344	-11%
Денежные средства и эквиваленты	4	5	4	7	52%
Активы	1,539	1,461	1,485	1,517	4%
Показатели					
ЕБИТДА margin	9.6%	19.4%	22.1%	23.7%	
ЕБИТДА/проценты (x)	1.2	1.3	2.2	3.7	
Долг/ЕБИТДА (x)	11.2	7.3	5.4	3.5	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	11.2	7.3	5.4	3.5	
Долг/Собственный капитал (x)	1.1	1.8	1.2	2.1	

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА	Игорь Потапов	+7 (495) 647-90-44
ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	
Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60	Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98	
Департамент макроэкономики и стратегии	Торговые операции	
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94 Алексей Годоров	Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58 Кирилл Коваленко	
Департамент кредитного анализа	Клиентские продажи	
Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48 Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-25-89 Дмитрий Турмышев	Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90 Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39 Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67 Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74	
Выпускающая группа	sales@trust.ru	
Татьяна Андриевская Николай Порохов research.debtmarkets@trust.ru		

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.