

Инвестиционная идея по еврооблигациям RPM 4.55'29

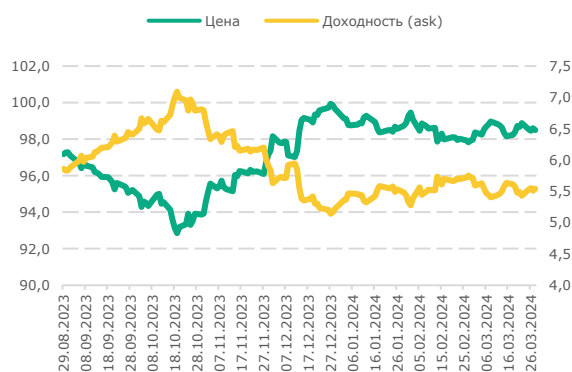
02 мая 2024 г.

Кыстаубаев Куаныш
k.kystaubaev@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	RPM International
Тикер еврооблигаций	RPM
Страна риска	США
Сектор	Специальная химия
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Baa3 Pos / - / BBB- Pos
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность от удержания (годовых)	6.2%
Риск-профиль	Сбалансированный
Выпуск	RPM 4.55'29
ISIN	US749685AX13
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	4.55%
Доходность к погашению	5.6%
Текущая цена	95.6%
Дата погашения	01.03.2029
Объем в обращении	\$350 млн
Минимальный лот	\$2 тыс

Финансовые показатели, \$млн	9M2022 ¹	9M2023 ¹	9M2024 ¹
Выручка	4 724	5 240	5 327
Операционная прибыль	1 282	1 454	1 579
EBIT	412	519	605
маржа EBIT, %	8,7%	9,9%	11,4%
Активы	6 331	6 609	6 382
Обязательства	4 494	4 554	4 034
Капитал	1 835	2 053	2 347
CFO	156	263	941
CFI	(222)	(175)	(154)
CFF	28	(83)	(751)

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

- Умеренная долговая нагрузка, высокая способность обслуживать долг и сильный ликвидный профиль;
- Восстановление сектора станет попутным ветром для улучшающихся финансовых результатов;
- Следование плану по улучшению операционной эффективности может стать триггером сокращения спредов по облигациям;
- Срок до погашения у выпуска составляет 4,3 года – это тот участок (от 2 до 5 лет), где кривая доходности UST имеет самый крутой нисходящий наклон.

О компании

RPM International, Inc. производит, реализует и продает различные линии специальной химической продукции. Линейка продукции компании включает специальные краски, защитные покрытия, кровельные системы, герметики и клеи, ориентированные на потребности технического обслуживания как промышленного, так и потребительского рынков. RPM зарабатывает в США почти 70% своей выручки, на Европу приходится более 15%, на Канаду около 5%, а на долю других стран – 10%.

О выпуске:

Выпуск RPM 4.55'29 является старшим необеспеченным долговым обязательством RPM International. Купонная ставка на уровне 4.55% годовых, периодичность которой составляет полгода.

Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole call provision) на следующих условиях: с момента выпуска до 1-декабря 2028 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной большему из (1) 100% от номинала и (2) по приведенной стоимости всех будущих платежей. Ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций (UST) аналогичного по сроку погашения на момент выкупа + 30бп, используя 30/360 day-count convention. Если компания воспользуется данной провизией, то доходность от удержания может составить от 7,03% годовых, что на 47 бп выше нашего оптимистичного сценария. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария, как очень низкий.

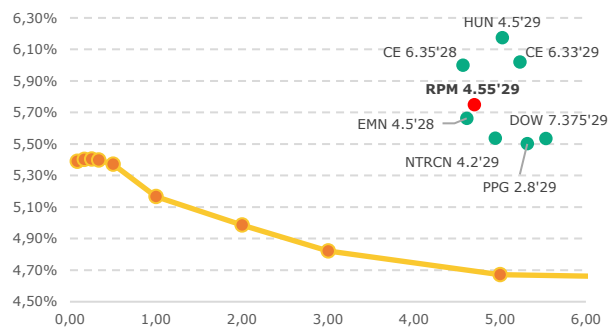
Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который действует по следующим условиям: с 1-декабря 2028 года компания в праве выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала. Проспект выпуска не содержит жестких ограничительных ковенант, что негативно для инвестора.

Сегменты

RPM работает через широкий спектр дочерних компаний и брендов. Бизнес-модель компании ориентирована на децентрализацию, при этом операционным подразделениям предоставляется высокая степень автономии для принятия решений и эффективного обслуживания своих местных рынков. Компания осуществляет свою деятельность в четырех отчетных сегментах: Consumer Segment (потребительский сегмент), Construction Products Group (CPG), Performance Coatings Group (PCG) и Specialty Products Group (SPG).

Consumer Segment (более 33% выручки) – производит и продает товары профессионального назначения и «сделай сам» (Do it yourself) для различных целей, главным образом в быту, включая обустройство дома и личный досуг. Данный сегмент, по своей сути, является контрциклическим и нивелирует падения других сегментов во время неблагоприятного макроэкономического фона. Для потребительского рынка товаров «сделай сам» компания RPM предлагает средства для защиты от ржавчины и краски (Rust-Oleum),

Рисунок 4. Карта доходности бондов с сектора Chemicals (US, BBB)



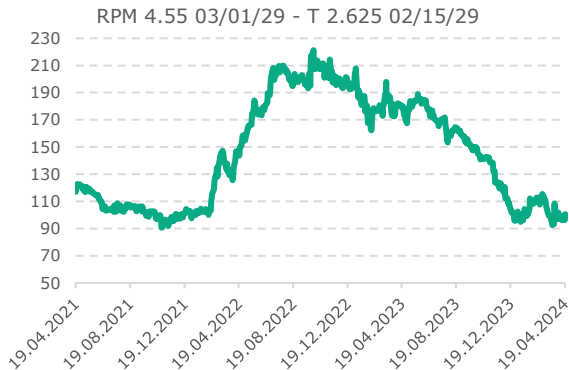
Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 5. Ликвидность и график погашения, \$млн



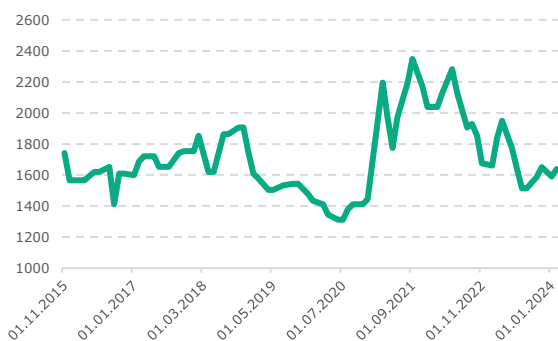
Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 6. G-Spread облигации, в б.п.



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Акриловая кислота, \$/т



Источник: Bloomberg

герметики (DAP), а также средства для подготовки и удаления настенных покрытий (Zinsser), морилки и отделочные материалы для ремонтных работ (Varathane).

Construction Products Group (около 36%) – производит и продает строительные герметики, клеи, кровельные системы, пластификаторы для бетона.

Performance Coatings Group (около 20% выручки) – производит и продает напольные покрытия, антикоррозийные и противопожарные лаки, стеклопластиковые решетки и дренажные системы. Бренды включают торговые марки Stonhard, Hummervoll, Kemtile, Liquid Elements, Expanko и API.

Specialty Products Group (более 10% выручки) – производит и продает флуоресцентные пигменты (Day-Glo), материалы для наружной изоляции (Dryvit), средства для чистки ковров (Chemspec), средства для обработки древесины (Kor-Coat), краски для морских судов (Pettit, Woolsey, и Z-Spar), а также химикаты для восстановления после пожара (Unsmoke и ODORx).

Финансовые результаты улучшились за 3кв24¹, но среди сегментов наблюдалась разнонаправленная динамика

Выручка RPM за 3кв24¹ выросла на 0.4% г/г и составила \$1.52 млрд. Скорректированный EBIT оказался на уровне \$93 млн, что на 32.5% выше, чем было в аналогичном квартале прошлого года, а маржа EBIT за последний период улучшилась на 170 бп (7.2% против 5.5% в 3кв23¹).

В сегменте CPG выручка за 3кв24¹ выросла на 4.3% г/г и составила почти \$496 млн, а скорректированный EBIT оказался на уровне \$20.5 млн, что предполагает рост на 70% г/г. Маржа EBIT показала рост на 160 бп.

Показатели сегмента PCG также улучшились – выручка выросла до \$343 млн, что соответствует росту на 6.9% г/г. Маржа EBIT показала рост на 3.6 пп и составила 13.7%.

Выручка в сегментах SPG и Consumer Group показала отрицательную динамику за последний квартал, снизившись на 7.6% и 4% г/г, соответственно. Однако, в отличие от сегмента SPG, где падение составило 190 бп, маржа EBIT второго сегмента выросла на 370 бп.

Денежный поток от операционной деятельности за последние 12 месяцев составил \$1.25 млрд, а свободный денежный поток \$1.04 млрд (против \$286 млн и \$36 млн за аналогичный период прошлого года, соответственно). Таких выдающихся результатов удалось достичь благодаря сокращению чистого рабочего капитала, и увеличению рентабельности в рамках программы MAP 2025.

Программа «MAP 2025» (Margin Achievement Plan) – драйвер роста компании.

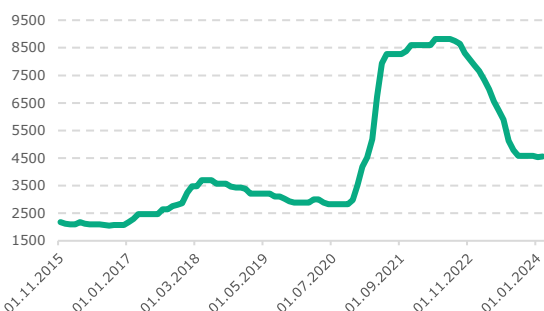
В августе 2022 года СД компании утвердил инициативу менеджмента, который представляет собой многолетний план реструктуризации, предназначенный для повышения маржинальности за счет оптимизации бизнес-процессов и сокращения рабочего капитала. Ожидается, что большая часть мероприятий в рамках MAP 2025 будет завершена к концу 2025¹ года. С момента запуска компании удалось достичь значительных результатов. Таким образом, маржа EBIT компании за 9м24¹ выросла и достигла 11.4% (против 9.9% за 9м23¹). Цель RPM до завершения плана состоит в том, чтобы нарастить маржу EBIT до 16%.

Умеренная долговая нагрузка, высокая способность обслуживать долг и сильная ликвидность:

На конец 3кв24¹ объем валового долга составил \$2.47 млрд, а чистый долг находился на уровне \$2.2 млрд. Ликвидность RPM насчитывала чуть больше \$1 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$249 млн и открытых кредитных линий в размере \$817 млн. Долг компании на 100% выражен в долларах, но из-за того, что это локальная валюта компании, она не имеет валютных рисков. Долговая нагрузка, выраженная, как соотношение чистого долга к EBITDA составляет 2.2x, а коэффициент покрытия процентных

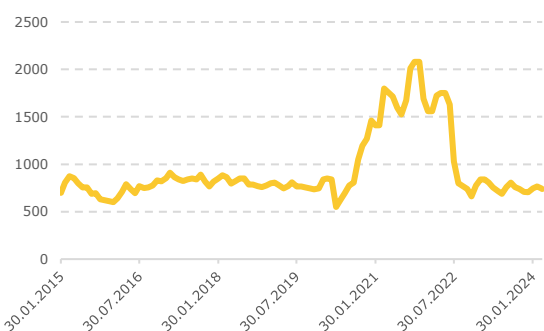
1 – Финансовый год компании заканчивается 31-мая, 1-квартал 31-августа, 2-квартал 30-ноября, 3-квартал 28-февраля.

Рисунок 8. Эпоксидная смола, \$/т



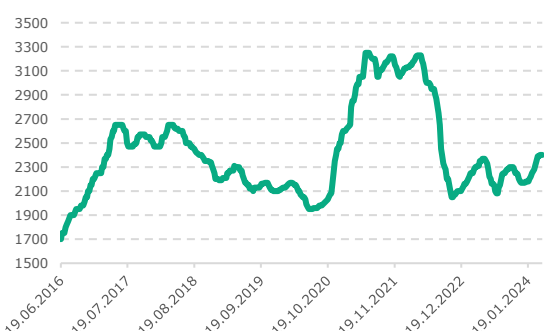
Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Поливинилхлорид, \$/т



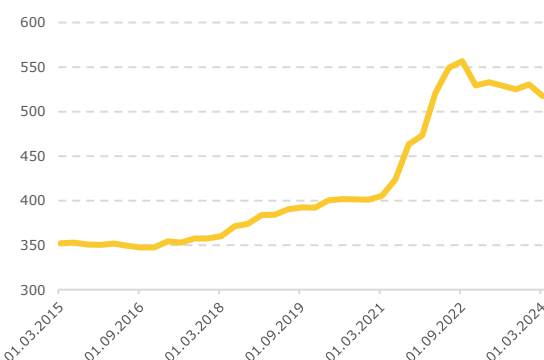
Источник: Bloomberg

Рисунок 10. Диоксид Титана (TiO2), \$/т



Источник: Bloomberg

Рисунок 11. US PPI, Special Purpose Coatings



Источник: Bloomberg

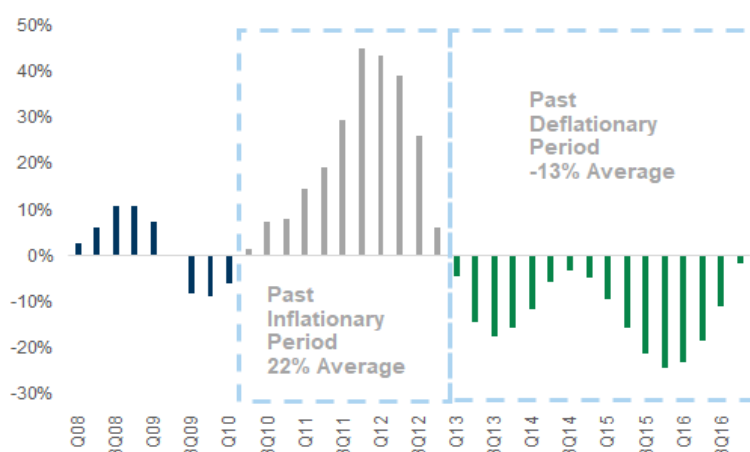
расходов EBITDA – 8.6x. Показатели долговой нагрузки и способности обслуживания долга соответствуют рейтингу компании.

RPM имеет «плотный» график погашения. Сумма погашений до конца 2029 года составляет \$1.53 млрд (62% от валового долга) и в 2028 году компании предстоит рефинансирование долга на сумму \$933 млн. Медианный консенсус-прогноз от Bloomberg предполагает FCF в размере \$300 млн на 4кв24¹ и \$1.1 млрд на 2025¹ год. С учетом, низкого левериджа, который, как ожидается, снизится еще, сильного профиля ликвидности и ожидаемого положительного FCF – мы не ожидаем проблем с обслуживанием долга в обозримом будущем, по крайней мере мы оцениваем риск рефинансирования на период рекомендации, как низкий.

Анализ сектора:

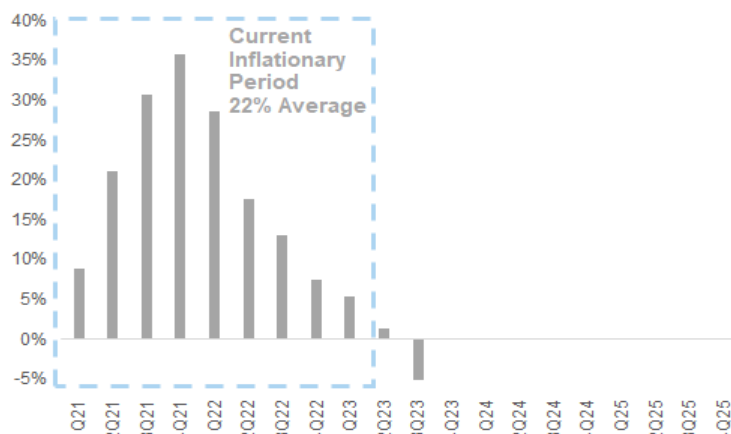
Химическая отрасль считается циклической, но каждая подотрасль имеет свои циклы. На данный момент производители базовых химикатов (ПЭ, ПП, ПВХ) переживают циклический спад из-за шока предложения и высокой стоимости сырья, но есть подотрасли, которые уже восстанавливаются. Одной из таких является подотрасль «специализированных химикатов» (Specialty chemicals), к которой относится бизнес RPM. Большую часть продукции RPM можно охарактеризовать, как лакокрасочные покрытия и герметики, имеющие нишевое применение в области борьбы с коррозией, гидроизоляции и герметизации различных поверхностей. Подобные компании в качестве сырья используют такие базовые химикаты, как акриловая кислота, эпоксидная смола, поливинилхлорид, диоксид титана и тд. Производители лакокрасочных покрытий, наоборот, переживают циклический рост, а точнее дефляцию цен на сырье. Цены на сырье падают (см рис 7,8,9,10), а цены на продукцию компании падают меньше (см рис-11). Согласно отчету Goldman Sachs (от декабря 2023 года), производители лакокрасочных покрытий будут извлекать выгоду от дефляции цен на сырье, которая, вероятно, продлится еще до конца 2025 года. Они ожидают, что (1) у производителей затраты на сырье снизятся примерно на 50% от пиков в 2021/22 году (реализовано на 70%); (2) отпускные цены удержат свои позиции в 2024/2025 годах; (3) производители будут наращивать маржу за счет роста объема, когда улучшится макроэкономический фон. Предыдущий период инфляции цен на сырье продлился со 2кв2010 по 4кв2012, а период дефляции цен на сырье с 1кв2013 по 4кв2016 (см рис 2). Нынешний инфляционный период закончился и начался дефляционный период со 2кв2023. Основываясь на закономерностях предыдущих циклов, GS полагает, что мы находимся на пороге многолетнего снижения цен на сырье для производителей лакокрасочных покрытий. По их мнению, к 2025 году производители могут увидеть снижение расходов на сырье примерно на 50% с пиков в 2021-2022 годах.

Рисунок 2. Динамика индекса цен на сырье производителей лакокрасочных покрытий (цикл длился с 1кв2010 по 4кв2016):



Источник: Goldman Sachs Global Investment Research

Рисунок 3. Динамика индекса цен на сырье производителей лакокрасочных покрытий (текущий цикл берет свое начало со 2кв2023 и ожидается, что он продлится до конца 2025 года):



Источник: Goldman Sachs Global Investment Research

Рейтинговые агентства о RPM International:

Moody's

31-января 2024 года, Агентство Moody's подтвердило долгосрочный рейтинг RPM International Inc. (RPM) на уровне Baa3 и изменило прогноз по рейтингу со «Стабильного» на «Позитивный». Изменение прогноза отражает улучшение кредитных метрик RPM, несмотря на сокращение ТМЗ и относительно сложную макроэкономическую ситуацию в календарном 2023 году, которые негативно повлияли на большинство других химических компаний. В своем анализе агентство заложило следующие ожидания: (1) последовательность в поддержании финансового состояния, который должен обеспечить компании более высокие показатели кредитоспособности; (2) замедление активности в сделках M&A, что станет помехой для роста долговой нагрузки.

Fitch

5 декабря 2023 г.: Fitch Ratings подтвердило рейтинги RPM International, Inc. (RPM), на уровне «BBB-». Прогноз по рейтингу был изменен со «Стабильного» на «Позитивный». Изменение прогноза на «Позитивный» отражает ожидания Fitch, что маржинальность будет расти благодаря восстановлению сектора и инициативам, предпринятым компанией ранее. Также кредитное агентство ожидает, что леверидж будет находиться в пределах 2,0х-2,5х в течение следующих нескольких лет. Агентство может рассмотреть возможность повышения рейтинга до «BBB», если операционные показатели компании будут соответствовать прогнозам агентства.

Вывод:

Выпуск RPM 4.55'29 торгуется без премий к аналогичным бондам из сектора US Chemicals (BBB) и имеет относительно короткий срок погашения (5 лет), а модифицированная дюрация составляет 4,3 года. По этой же причине возможный рост доходности UST окажет незначительное влияние на переоценку выпуска, то есть он имеет низкий процентный риск. Сильная ликвидность, низкая долговая нагрузка делают его привлекательным. Ожидаемое восстановление сектора станет попутным ветром при сокращении спредов. В нашем базовом сценарий, мы ожидаем сокращения G-спреда на 20 бп. Пессимистичный сценарий предполагает расширения спреда на 40 бп. При реализации второго инвестор заработает 5,44% годовых, если удержит облигации до конца срока рекомендации. Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску RPM 4.55'29 с ожидаемой доходностью за время удержания 6.2% годовых.

Риски:

- Сильное отклонение по исполнению плана MAP25 по увеличению маржи может ухудшить кредитное качество;
- Пересмотр ожиданий в сторону существенного ухудшения финансовых результатов инвестдомами может стать триггером расширения спредов;
- Агрессивные сделки M&A и/или байбеки могут привести к ослаблению кредитного качества.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2019*	2020*	2021*	2022*	9М2023*	2023*	9М2024*
Выручка	5 565	5 507	6 106	6 708	5 240	7 256	5 327
Валовая прибыль	2 088	2 093	2 405	2 433	1 973	2 748	2 184
Валовая маржа%	37,5%	38,0%	39,4%	36,3%	37,6%	37,9%	41,0%
EBITDA, LTM	644	715	873	808	634	917	732
EBITDA маржа%	11,6%	13,0%	14,3%	12,1%	12,1%	12,6%	13,7%
Процентные расходы (нэтом)	(102)	(91)	(41)	(96)	(79)	(109)	(54)
Опер. денежный поток	293	550	766	179	263	577	941
Капитальные расходы	(137)	(148)	(157)	(222)	(180)	(254)	(138)
Своб. денежный поток	156	402	609	(44)	83	323	803
Дивиденды и обратный выкуп акций	(403)	(328)	(268)	(268)	(38)	(281)	(37)
Чистая прибыль	267	304	503	491	327	479	408
Валовый долг	2 526	2 784	2 637	2 952	3 107	2 969	2 471
Денежные ср-ва и эквиваленты	223	233	247	202	194	216	249
Чистый долг	2 303	2 550	2 391	2 750	2 913	2 754	2 222
Собственный капитал	1 406	1 262	1 741	1 982	2 053	2 141	2 347

Показатели долговой нагрузки

OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	2,88	6,03	18,71	1,87	2,87	5,28	14,91
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	6,34	7,84	21,33	8,46	9,20	8,39	12,05
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	3,92	3,89	3,02	3,65	3,39	3,24	2,44
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	3,57	3,57	2,74	3,40	3,18	3,00	2,19

Темпы роста в %

Рост выручки (г/г)	-	-1,0%	10,9%	9,8%	10,9%	8,2%	1,7%
Рост EBITDA (г/г)	-	11,0%	22,1%	-7,4%	20,5%	13,4%	15,4%
Рост чистого долга (г/г)	-	10,2%	-5,3%	11,9%	9,3%	0,6%	-20,4%

Динамика выручки по сегментам, \$млн

Construction Products Group (CPG)	1 900	1 880	2 077	2 486	1 794	2 542	1 940
Specialty Products Group (SPG)	670	601	706	791	606	799	534
Consumer Segment	1 858	1 945	2 295	2 242	1 798	2 515	1 755
Performance Coatings Group (PCG)	1 136	1 081	1 028	1 188	1 042	1 400	1 097

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Погашение долга, \$млн	-	-	250	-	933	350	900
Запас ликвидности на конец 3кв2024* года, \$млн	1 066						
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	249						
Кредитные линии, \$млн	817						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

* - Финансовый год компании заканчивается 31-мая, 1-квартал 31-августа, 2-квартал 30-ноября, 3-квартал 28-февраля.

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance