

Пульс рынка

- **Бонды Германии - не безрисковый актив**, о чем свидетельствует неожиданно низкий спрос на аукционе по размещению ее 10-летних бондов. Из предложенных 6 млрд евро было размещено 3,6 млрд евро, а доходность бумаг на вторичном рынке выросла на 23 б.п. до YTM 2,148%, что сопровождалось расширением спреда к 10Y UST до 27 б.п. По-видимому, Германия, несмотря на ее сильные финансы, уже не может восприниматься инвесторами вне проблем периферийных стран еврозоны, т.к. все находятся "в одной лодке". Мы ожидаем дальнейшего расширения спреда бондов Германии к кривой UST и ослабления евро, которое вчера составило 1% (до 1,334 долл.). Резкое падение индекса уверенности производителей (PMI) Китая усилило негативные настроения на рынках, однако нефть пока сохраняет устойчивость.
- **В еврозоне продолжается торг по условиям помощи.** Сегодня на встрече лидеров Германии, Франции и Италии может обсуждаться вопрос о выпуске единых бондов еврозоны. Эти бонды могут иметь как ограниченные гарантии государств (что не требует изменения существующего соглашения ЕС), так и общие и индивидуальные гарантии (т.е. формирование единого кредитного пула). Германия настаивает на том, чтобы их выпуск происходил в обмен на жесткий контроль госфинансов со стороны Еврокомиссии вплоть до передачи права на управление финансами в случае значительных бюджетных дисбалансов. По сути это означает потерю суверенитета (по крайней мере, частичную) теми периферийными странами, которые согласятся на такие условия. Не факт, что страны еврозоны с энтузиазмом примут такое предложение. В частности, Греция не желает давать письменные гарантии в обмен на получение очередного транша помощи от EFSF, без которого стране придется объявить дефолт уже в декабре.
- **Бюджетные средства продолжают поступать.** Остатки на корсчетах и депозитах сократились меньше (на 24,3 млрд руб. до 812,8 млрд руб.), чем можно было предполагать, учитывая что погашаемые вчера депозиты (95 млрд руб.) лишь отчасти компенсировались пролонгацией (+8 млрд руб.) и новым РЕПО с ЦБ (+11 млрд руб.). Это говорит в пользу продолжающегося притока бюджетных средств, что поможет пройти пик изъятия ликвидности 25 и 28 ноября (НДПИ и акцизы ~220 млрд руб., налог на прибыль ~150 млрд руб.).
- **Котировки облигаций проседают.** По-прежнему напряженная ситуация с ликвидностью оказывает давление на цены рублевых облигаций. Индикатором служат недавно размещенные бумаги Газпром Капитал-3 (YTP 7,65%) и РСХБ-15 (YTP 9,0%), котирующиеся ниже номинала. Аукцион по размещению 4-летних ОФЗ 25079 был признан несостоявшимся из-за отсутствия заявок. Перенос размещения Русфинанс БО-1 свидетельствует также о том, что инвесторы склонны больше внимания уделять автономному кредитному качеству эмитента, которое не соответствует предложенному уровню YTP 9,79% к оферте через 1,5 года.
- **Башнефть БО-1 должны иметь премию за отсутствие в списке РЕПО ЦБ.** Начался маркетинг БО-1:10 млрд руб., ориентир по ставке купона 9,5-9,95% год., что соответствует YTP 9,72-10,2% к 2-летней оферте, премия к кривой ОФЗ ~250-300 б.п. По верхней границе, на наш взгляд, это является справедливой компенсацией за кредитный риск (см. наш комментарий от 9 сентября). Отсутствие бумаг в списке РЕПО ЦБ должно транслироваться в дополнительную премию, соответствующую спреду между ставками о/п РЕПО на междилерском рынке и на аукционе ЦБ (с начала осени ~20 б.п.). Мы полагаем, в текущих волатильных условиях эта премия должна составлять как минимум 50 б.п., а справедливая доходность выпуска - YTP 10,70-11,0%. В конце октября эмитент выкупил с рынка Башнефть-1,2,3 на 40,4 млрд руб. по цене на 5 п.п. выше номинала, что возможно было связано с высокой ставкой купона (12,5% год.). Мы считаем, что 5 п.п. (без учета комиссий) за снижение ставки на 2,55-3,0 п.п. на горизонте 1-1,5 лет - это достаточно много.

Темы выпуска

- **Uranium One: хорошее качество не оправдывает низкую доходность**
-

Uranium One: хорошее качество не оправдывает низкую доходность

Uranium One (Fitch: BB-) - первый иностранный эмитент (не из СНГ), планирующий выпуск на российском рынке рублевых облигаций. Компания имеет довольно необычную географическую структуру: ее головной офис находится в Канаде, большая часть активов расположена в Казахстане. Более 51% доли компании принадлежит российскому Росатому, его же структуры выступают крупнейшими покупателями.

Ключевые финансовые показатели Uranium One

в млн долл., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	373	175	+113%
ЕБИТДА	244	91	+168%
Рентабельность по ЕБИТДА	65,5%	52,3%	+13,2 п.п.
Чистая прибыль	90	-41	-
Чистая рентабельность	24,0%	отриц.	-

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг	489	506	-3%
Денежные средства и эквиваленты	356	324	+10%
Чистый долг	133	182	-27%
Долг/LTM ЕБИТДА*	1,5x	2,7x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча Uranium One растет быстрыми темпами

Uranium One является сравнительно небольшим производителем урана, однако быстро увеличивает объемы добычи: в 2010 г. производство урана в натуральном выражении выросло более чем в 2 раза, а в 2011 г. в планах компании его увеличение на 41%. Рост достигается как за счет увеличения добычи на текущих месторождениях, так и за счет покупки новых. В дальнейшем, по прогнозам компании, увеличение добычи должно замедлиться (до +10% в 2012 и 2013 гг.).

Выручка растет еще быстрее из-за роста цен

Выручка Uranium One растет еще более быстрыми темпами (за 9М 2011 г. +2,1 раза г./г.) благодаря позитивной динамике цен на уран в начале года. По большинству контрактов цена определяется по спотовым ценам. Как объяснили представители менеджмента на встрече с аналитиками, по некоторым из них предусмотрены достаточно комфортные для компании ограничения по цене (floor - 50 долл./кг, cap - 110 долл./кг).

Уровень cash cost Uranium One один из самых низких в отрасли

Уровень производственных денежных расходов (cash cost) Uranium One с начала этого года составляет 36 долл./кг, что является одним из лучших показателей по отрасли. На 2011 г., по данным компании, прогнозы аналитиков по этому показателю - 42 долл./кг., а на 2012 г. - 47 долл./кг. Таким образом, текущий уровень цен на уран (около 117 долл./кг) позволяет компании получать очень высокую рентабельность по ЕБИТДА (65,5% за 9 М 2011 г.). Тем не менее, Uranium One все же существенно зависит от волатильных мировых цен на уран, которые снизились на 25% с начала этого года. Однако в целом средняя цена на уран за первые 9 месяцев этого года выше, чем за аналогичный период прошлого года, в связи с чем показатель ЕБИТДА/т проданной продукции за этот период выше на 58%.

Цена на уран, долл./кг



Источник: Bloomberg, расчеты Райффайзенбанка

<p>Капзатраты на 2012 г. - 229 млн долл.</p>	<p>Капитальные затраты компании за 9М 2011 г. составили 116 млн долл. и были профинансированы за счет операционного денежного потока. В 2012 г. по всем добывающим проектам, в которых участвует Uranium One, общий размер инвестзатрат планируется на уровне 424 млн долл., из которых на долю компании в финансировании приходится 229 млн долл.</p>
<p>Uranium One имеет опцион на покупку 100% доли в проекте Мантра</p>	<p>Кроме того, Uranium One имеет опцион на покупку до 7 июня 2012 г. 100% доли в проекте разработки уранового месторождения Мантра в Танзании у материнской компании АРМЗ. Этот опцион может быть продлен еще на год, если компания приобретет 15% долю в этом проекте за 150 млн долл. до конца января 2012 г. По предварительным данным, объем добычи на месторождении должен составить 1,6 млн тонн урана в год (около 40% текущей добычи компании), а необходимая сумма инвестзатрат составляет около 430 млн долл. Детальный расчет эффективности этого проекта ожидается в 1П 2012 г.</p>
<p>Текущий уровень долговой нагрузки достаточно низкий...</p>	<p>Текущий уровень долговой нагрузки Uranium One достаточно низкий: по итогам 9М 2011 г. общий долг/LTM EBITDA составлял 1,5х, а чистый долг/LTM EBITDA - около 0,4х. При этом до конца 2011 г. компании необходимо будет погасить долг на сумму 192 млн долл., и мы не исключаем, что часть планируемого выпуска облигаций будет направлена на эти цели.</p>
<p>...но при покупке Мантры может значительно вырасти</p>	<p>В целом, мы достаточно высоко оцениваем текущий кредитный профиль Uranium One, однако при необходимости финансирования покупки 100% проекта Мантра за счет заемных средств, долговая нагрузка эмитента может кардинально измениться: по нашим расчетам, показатель чистый долг/EBITDA может превысить уровни 3,0-3,5х.</p>
<p>Выпуск может не быть включен в список прямого РЕПО с ЦБ</p>	<p>Еще одним существенным фактором, снижающим спрос на данный выпуск, является то, что формально он не может быть включен в список прямого РЕПО с ЦБ, согласно последним указаниям регулятора. По словам организаторов, в настоящее время этот вопрос прорабатывается, однако, по нашему мнению, есть большая вероятность, что положительное решение не будет принято.</p>
<p>Мы считаем предлагаемую доходность слишком низкой</p>	<p>Мы сомневаемся, что компании удастся найти рыночный спрос как на 7-летний, так и на 5-летний выпуск на уровне озвученных ориентиров, предлагающих спред к кривой ОФЗ лишь в размере 150-270 б.п., который соответствует скорее выпускам первого эшелона с более низкой дюрацией. Например, недавно размещенный выпуск ФСК-15 (BBB/Baa2/-) сейчас торгуется с YTP 8,84% @ октябрь 2014 г., с премией к кривой ОФЗ на уровне 150-160 б.п. Мы считаем, что справедливый уровень доходности для 5-летнего выпуска Uranium One должен предлагать премию к ФСК-15 как минимум 200 б.п. (как минимум 150 б.п. за кредитный риск и 50 б.п. за более высокую дюрацию). Также премию в размере 50 б.п. инвесторы могут потребовать за отсутствие в настоящий момент возможности для включения бумаг в список РЕПО. В итоге мы оцениваем справедливую доходность выше YTP 11,4% к оферте через 5 лет, что, как минимум, на 60 б.п. превосходит верхнюю границу ориентира.</p>

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.