

ИНОСТРАННЫЙ ЗАЕМЩИК НА РУБЛЕВОМ РЫНКЕ

Дебютное размещение на рынке рублевых облигаций

Основные параметры размещения. Канадская компания Uranium One сегодня открывает книгу заявок на размещение выпуска рублевых облигаций серии Uranium One-1 объемом 16,5 млрд руб. Инвесторам предлагаются бумаги сроком на десять лет с возможностью оферты через пять или семь лет. Маркетингуемая организаторами индикативная ставка купона составляет 9,5–10,5% к первой оферте и 9,8–10,8% ко второй, что соответствует доходности на уровне 9,78–10,78% и 10,04–11,09% соответственно. Компания имеет корпоративный кредитный рейтинг от S&P на уровне «BB-» и планирует получить гарантию от государственной корпорации по атомной энергии «Росатом», которая станет основным условием включения нового выпуска в ломбардный список Банка России после размещения. Книга заявок закроется 5 декабря, а техническое размещение пройдет 7 декабря 2011 г.

Справедливая доходность при размещении должна находиться не ниже верхней границы диапазона. Обнародованные ориентиры по доходности предполагают премию к кривой ОФЗ, равную порядка 150-260 б.п., в то время как премия к выпускам второго эшелона составит 30–40 б.п. при сопоставимой дюрации, что, на наш взгляд, в текущих рыночной ситуации выглядит очень агрессивно. Учитывая размеры бизнеса заемщика и имеющийся кредитный рейтинг, мы относим Uranium One к эмитентам второго эшелона, а наиболее подходящим ориентиром для оценки справедливой доходности новых облигаций, на наш взгляд, могут служить бумаги Евраз. Короткие и более ликвидные выпуски Евраз-3 котируются со средним спредом к кривой ОФЗ, равным 230 б.п. Экстраполяция бумаг Евраз на новый выпуск Uranium One-1 с офертой через пять лет указывает на доходность в размере не менее 10,8%. При определении доходности необходимо учитывать итоги последних размещений – в условиях высокой турбулентности на рынках капитала инвесторы не готовы брать на себя дополнительные рыночные риски, связанные с покупкой длинных бумаг с большим объемом размещения, даже при условии некоторой премии, которая, учитывая обнародованные параметры, к тому же слишком мала. Таким образом, мы полагаем, что размещение нового выпуска может пройти лишь по верхней границе ценового диапазона размещения.

Информация о выпуске Uranium One – 1

Эмитент	Uranium One Inc.
Рейтинг выпуска (S)	BB-
Общий объем	16,5 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	10 лет
Оферта	Через 5 или 7 лет
Ориентир ставки купона 5 лет	9,5 - 10,5%
Ориентир по доходности 5 лет	УТР 9,73-10,78%
Ориентир ставки купона 7 лет	9,8 - 10,8%
Ориентир по доходности 7 лет	УТР 10,04-11,09%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	5 дек. 2011 г.
Дата размещения на ММВБ	7 дек 2011 г.

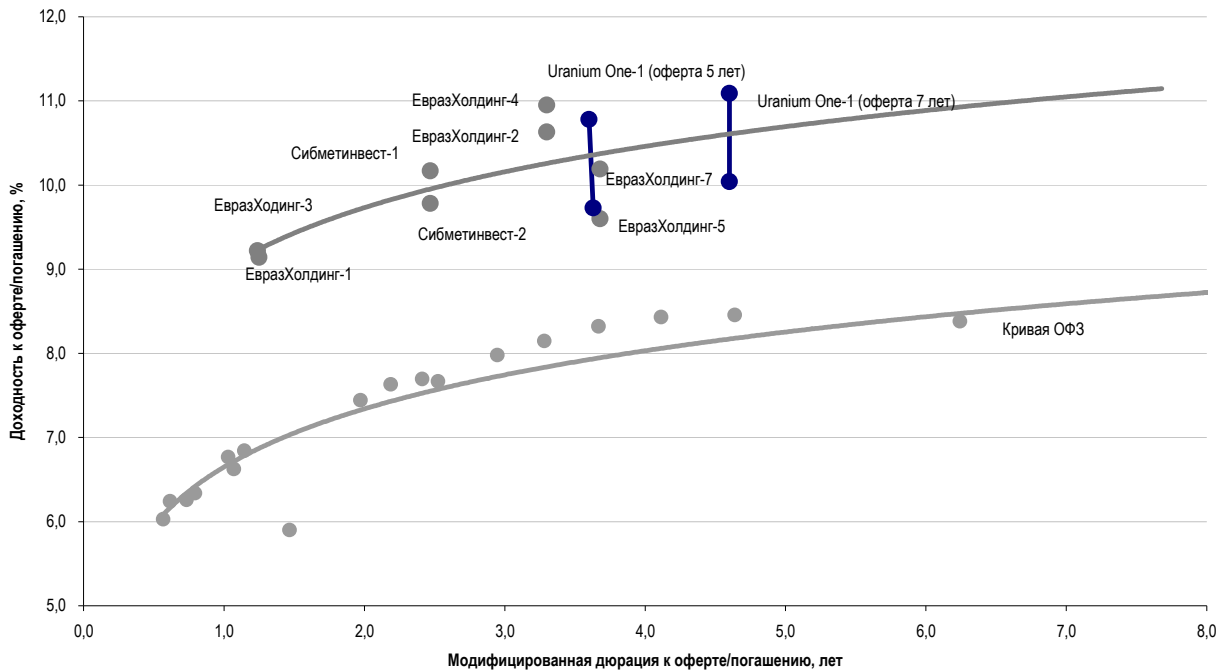
Ключевые показатели Uranium One

МСФО, млн. долл.	2 009	2 010	9М 11
Выручка	152	327	373
ЕБИТДА	46	151	244
Чистая прибыль	(36)	(190)	90
Общий долг	389	506	489
Краткосрочный долг	201	212	213
Долгосрочный долг	189	295	276
Чистый долг	241	182	133
Денежные средства	148	324	356
Капитал	1 020	1 930	2 023
Активы	1 703	2 958	2 976
ОПД	6	46	86
Ден. поток от инв. деят.	(52)	(244)	(42)
Ден. поток от фин. деят.	13	355	4
Капзатраты	(77)	(154)	(37)
Рентаб. по ЕБИТДА, (%)	30	46	65
ЕБИТДА/проценты	5	4	14
Долг / ЕБИТДА	8,5	3,4	1,6
Чистый долг / ЕБИТДА	5,2	1,2	0,4
Чистый Долг/Капитал	0,2	0,1	0,1
Капитал / Активы	0,6	0,7	0,7
Доля краткоср. долга, (%)	52	42	44

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Справедливый ориентир доходности должен находиться не ниже верхней границы объявленного диапазона

Доходности выборочных рублевых облигаций компаний металлургического сектора



Источник: ММВБ

Игрок мирового масштаба. Основной деятельностью Uranium One является добыча и реализация урановой руды. Канадская компания входит в «десятку» крупнейших на мировом рынке по объему совокупных запасов (23 тыс. тонн на 1 января 2011 г. без учета активов в Танзании) и объему добычи (2,8 тыс. тонн в 2010 г и уже 2,8 тыс. тонн по итогам 9 мес. 2011). Портфель активов с точки зрения географии достаточно диверсифицирован: так, разработка месторождений осуществляется в США, Австралии, Танзании (на условиях оперирования), однако основные производственные активы расположены в Казахстане, на который приходится порядка 98% совокупного объема добычи компании. Урановые месторождения компании характеризуются низкими производственными затратами и малой капиталоемкостью. Основным акционером Uranium One, владеющим 51-процентной долей участия в компании, является ОАО «Атомредметзолото» (АРМЗ), дочерняя компания Росатома. Оставшиеся 49% находятся в свободном обращении после получения первичного листинга на фондовой бирже в Торонто.

Высокие темпы роста добычи при сохранении низкой себестоимости. Быстрый рост объемов производства (как за счет наращивания добычи, так и благодаря приобретению новых активов) при эффективном контроле издержек позволяет Uranium One демонстрировать позитивную динамику основных финансовых показателей. По итогам 9 мес. 2011 г. выручка возросла на 55% год к году до 373 млн долл., а EBITDA увеличилась на 73% до 244 млн долл., в то время как еще в 2009 г. размер бизнеса был вдвое меньше (выручка составляла 152 млн долл., а EBITDA – 46 млн долл.). Практика реализации продукции в рамках долгосрочных контрактов, при которой средняя цена продажи выше спотовой, позволяет отчасти нивелировать негативный эффект от высокой волатильности мировых спотовых цен на уран. Низкая себестоимость производства (36 долл./кг против среднерыночной в размере 96 долл./кг), являющаяся наиболее важным конкурентным преимуществом компании, позволяет достигать впечатляющих значений рентабельности по EBITDA (65% по итогам 9 мес. 2011 г. и 46% за 2010 г.).

Ухудшение кредитных метрик на фоне активного расширения. На сегодняшний день структура баланса заемщика фактически не обременена обязательствами: совокупный долг в размере 489 млн долл. представлен преимущественно двумя выпусками конвертируемых облигаций на сумму 408 млн долл. (153 млн долл. подлежат конвертации в акции до конца 2011 г., а 253 млн долл. будут конвертированы в 2015 г.). Однако дальнейшие инвестиционные планы указывают на необходимость привлечения достаточно большого объема долга. Uranium One имеет опционные соглашения на выкуп у материнской компании (АМЗ) нового месторождения по добыче высококачественной урановой руды в Танзании (в настоящее время Uranium One является лишь оператором) в течение двух лет с учетом всех произведенных АМЗ затрат (980 млн долл.) при условии приобретения до конца января 2012 г. 15-процентной доли в данном проекте за 150 млн долл. Общая сумма сделки, согласно данным компании, оценивается в 1 млрд долл. Планы по привлечению средств за счет размещения рублевых облигаций в объеме 16,5 млрд руб., согласно нашей оценке, приведут к росту долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA до 2,0–2,2 к концу года (без учета конвертируемых облигаций). Дальнейшие планы по

реализации опциона в течение ближайших двух лет заставят компанию привлечь дополнительное финансирование, что, как следствие, ухудшит балансовые показатели.

Основные факторы риска при инвестировании в долговые обязательства Uranium One. Основные показатели отчетности Uranium One за 9 мес. 2011 г. производят весьма благоприятное впечатление, однако мы с осторожностью оцениваем кредитный профиль эмитента. В настоящее время компания характеризуется небольшим размером бизнеса и достаточно амбициозными инвестиционными планами, а негативный взгляд на сектор в среднесрочной перспективе – после аварии на АЭС в Японии – является дополнительным отраслевым риском. С другой стороны, наличие в структуре собственности госкорпорации отчасти способствует снижению кредитного риска эмитента.

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

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

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@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
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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