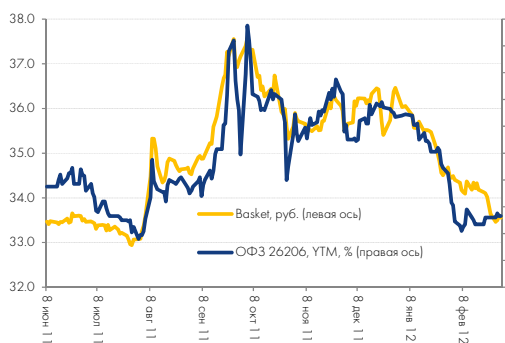


Пульс рынка

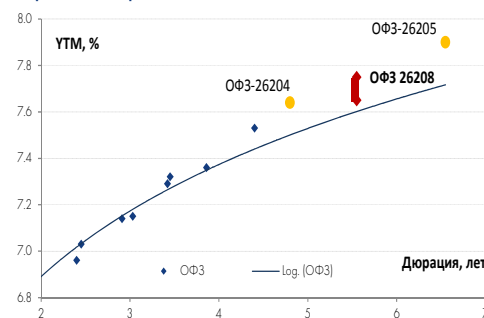
- Рынки, наконец, нашли повод для коррекции.** Макростатистика по еврозоне вышла на уровне ожиданий: ВВП в 4 кв. продемонстрировал снижение на 0,3% кв./кв. и пока еще рост г./г. на 0,7%. Несмотря на то, что данные были ожидаемы, рынки вновь вспомнили о грядущей рецессии в еврозоне и сопутствующих этому рисках. Основным источником беспокойства вновь стала Греция, которая может допустить формальный дефолт (по определению ISDA) в случае неудачи в переговорах с частными кредиторами о реструктуризации долга. Как пишет WSJ, держатели облигаций, выпущенных в рамках греческого законодательства на сумму 171 млрд евро (или 86% всех гособлигаций), будут вынуждены принять условия свопа, если удастся убедить на добровольный обмен держателей 75% этого долга (соответствующие изменения недавно были внесены в законодательство). Сложнее обстоит дело с держателями облигаций, которые были выпущены в соответствии с законодательством других стран (на сумму 21 млрд евро). Никаких новых негативных новостей не поступало, тем не менее, индексы акций просели на 1,5-2%, что, скорее всего, стало следствием фиксации прибыли (с начала года индекс S&P 500 вырос на 5%, а индекс RTSI прибавил более 20%) на фоне растущей неопределенности. Индикативный выпуск Russia 30 подешевел на 1 п.п. до 119% от номинала.
- Ориентир по новому 7-летнему выпуску ОФЗ**, размещение которого в объеме 45 млрд руб. запланировано на сегодня, был озвучен в пределах YTM 7,65-7,75%/DTM 5,55 лет, что соответствует цене 99,95-99,4% от номинала. Исходя из ценообразования длинной части кривой ОФЗ (выпусков 26204 и 25205), мы считаем, что справедливое положение новых бумаг соответствует верхней границе ориентира. Негативная динамика внешних рынков, снижение цен на нефть и, как следствие, ослабление рубля (за последние два дня корзина укрепилась на 40 копеек до 33,9 руб.) сегодня не будут способствовать спросу на аукционе ОФЗ. Кстати говоря, о высокой валютной составляющей в ценообразовании длинных ОФЗ свидетельствует близкая динамика изменения доходностей и бивалютной корзины, наблюдавшаяся с середины прошлого года.

Длинные ОФЗ повторяют динамику рубля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Ориентиры по новым ОФЗ 26208



- Пополнение очереди на "первичку".** Банк Уралсиб (ВВ-/Ва3/ВВ-) открыл книгу заявок по выпуску номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTM 8,94-9,46% к 1,5-годовой оферте. Предложенные ориентиры предполагают лишь незначительную премию ко вторичному рынку даже по верхней границе: близкие по дюрации выпуски Промсвязьбанк 6 и БО-3 (-/Ва2/ВВ-) котируются на уровне YTM 9,3% к погашению в июне 2012 г. и феврале 2014 г. Краткосрочные облигации Юникредитбанка (ВВВ-/ВВВ+) торгуются с доходностью выше YTM 9%. Среди облигаций банков с рейтингом категории ВВ мы предпочитаем выпуски ОТП банка (-/Ва2/ВВ) и КредитЕвропабанк (-/Ва3/ВВ-), которые предлагают двузначные доходности (ОТП Банк-2, ОТП БО-2, КредитЕвропа БО-2).

Темы выпуска

- Uranium One: Мантра может испортить кредитный профиль**

Uranium One: Мантра может испортить кредитный профиль

Результаты за 2011 г. оцениваем позитивно

Uranium One (S&P: BB-), первый иностранный эмитент на российском рынке рублевых облигаций, опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., которую мы оцениваем позитивно.

Напомним, что Uranium One является сравнительно небольшим производителем урана. Основные активы расположены в Казахстане. Контрольный пакет (более 51%) принадлежит российскому Росатому через его дочернюю структуру ОАО "Атомредметзолото" (АРМЗ).

Ключевые финансовые показатели Uranium One

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	157,9	157,7	0%	530,4	326,9	+62%
ЕБИТДА	95,0	100,2	-5%	331,7	126,6	+2,6x
Рентабельность по ЕБИТДА	60,2%	63,5%	-3,3 п.п.	62,5%	38,7%	+23,8 п.п.
Операционная прибыль	61,7	58,4	+6%	206,5	30,3	+6,8x
Операционная рентабельность	39,1%	37,0%	+2,1 п.п.	38,9%	9,3%	+29,6 п.п.
Чистая прибыль	-1,1	45,8	-	88,4	-153,7	-
Чистая рентабельность	отриц.	29,0%	-	16,7%	отриц.	-
Операционный поток				169,7	41,8	+4,1x
Инвестиционный поток, в т. ч.				-160,9	-231,3	-30%
Капвложения				-151,9	-108,4	+40%
Финансовый поток				287,3	354,7	-19%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т. ч.	782,8	506,4	+55%
Краткосрочный долг	52,1	211,5	-4,1x
Долгосрочный долг	730,7	294,9	+2,5x
Чистый долг	163,8	182,0	-10%
Чистый долг/ЕБИТДА	0,5x	1,4x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла за счет объемов и цен реализации

В 2011 г. компания продемонстрировала быстрые темпы роста операционных и финансовых показателей. Так, выручка возросла на 62% г./г. до 530 млн долл., что было обеспечено как существенным наращиванием объемов добычи (+43% до 10,7 млн фунтов) преимущественно благодаря приобретению новых активов (Акбастау и Заречное в Казахстане) и, соответственно, продаж (+44% до 9,9 млн фунтов), так и благоприятной ценовой конъюнктурой - средняя цена реализации составила 54 долл./фунт против 48 долл./фунт в 2010 г. В 4 кв. выручка осталась на уровне предыдущего квартала на фоне увеличения объемов продаж на 2,4% и снижения цен реализации в среднем на 2% кв./кв.

Динамика мировых цен на уран, долл./фунт



Источник: Bloomberg

В 2011 г. цены на уран снижались из-за аварии на АЭС в Японии, однако их уровень был выше 2010 г.

В 2011 г. мировые цены на уран существенно снизились из-за аварии на японской АЭС Фукусима. Тем не менее, в целом уровень цен в 2011 г. был выше, чем в 2010 г. По информации Uranium One, сокращение мирового спроса на уран из-за остановки 54 реакторов в Японии и постепенного отказа Германии от атомной энергетики компенсируется снижением мировых объемов добычи на существующих месторождениях, задержкой ввода новых проектов и истечением срока Соглашения о продаже урана из ядерных боеголовок (HEU) между США и Россией в 2013 г. Также компания отмечает активизацию атомной энергетики в Китае, Индии, России и др. странах, ожидая, что через 1-1,5 года спрос на уран будет ежегодно расти на 2-3%. Uranium One сохраняет прогноз по добыче на 2012 г. на уровне 11,6 млн фунтов (+8%) и продажам - 11 млн фунтов, на 2013 г. - по добыче и продажам - 12,5 млн фунтов.

В краткосрочной перспективе компания ожидает рост спроса на 2-3% в год

В 2011 г. cash-cost урана выросла с 13 до 14 долл./фунт, в 2012 г. ожидается рост до 19 долл./фунт

Производственные денежные расходы (cash cost) за 2011 г. выросли с 13 до 14 долл. на фунт реализованной продукции вследствие увеличения в продажах доли урана, добываемого на Заречном (21 долл./фунт), и повышения расходов при добыче на месторождении Акдала (с 12 до 13 долл./фунт), что было частично компенсировано сокращением операционных расходов на Южном Инкае (с 19 до 18 долл./фунт). На рост производственных расходов также оказала влияние инфляция в Казахстане на уровне 7%. В 2012 г. компания ожидает увеличения этих производственных расходов до 19 долл./фунт, в том числе за счет начала коммерческой добычи на австралийском и американском месторождениях с более высокими издержками.

Рост EBITDA существенно опередил выручку

В 2011 г. компания продемонстрировала рост EBITDA, существенно опережающий выручку - более чем в 2,5 раза, что на фоне незначительного повышения производственных денежных расходов было обусловлено снижением операционных затрат (SG&A). В 2010 г. был признан убыток по проекту Honeymoon в Австралии (49,9 млн долл. против 1,2 млн долл. в 2011 г.) В 2011 г. компании сократила расходы на опционную программу в результате смены контроля в 2010 г. (сделка с APM3) и на реструктуризацию в связи с перемещением головного офиса из Ванкувера в Торонто. По итогам года рентабельность по EBITDA достигла 62,5% против 38,7% в 2010 г.

Капвложения профинансированы из операционного потока

Капитальные затраты в 2011 г. составили 152 млн долл. и были профинансированы из операционного денежного потока. В 2012 г. общий размер капвложений планируется на уровне 229 млн долл., из них 114 млн долл. - на разработку месторождений и 115 млн долл. - на обновление основных средств.

Компания продлила опцион на покупку Мантра, выкупив 13,9% долю за 150 млн долл.

Uranium One имеет опцион на покупку 100% доли в компании Мантра у материнской APM3. Мантра владеет лицензией на урановое месторождение в Танзании (по предварительным данным, объем годовой добычи должен составить до 40% текущих показателей Uranium One). Согласно условиям опциона, в январе 2012 г. компания приняла решение о приобретении 13,9% доли в проекте за 150 млн долл., тем самым продлив срок исполнения опциона на год до 7 июня 2013 г.

Средства от облигаций остаются на счетах, что привело к увеличению денежных средств, которые, возможно, будут направлены на покупку Мантра

За отчетный период компания привлекла долг в размере 305,3 млн долл. (в основном за счет выпуска 5-летних облигаций Uranium-1 номиналом 14,3 млрд руб.). Денежные средства на отчетную дату остаются на счетах компании: их объем вырос на 295 млн долл. до 619 млн долл. По-видимому, денежные средства аккумулируются в том числе для исполнения опциона на покупку Мантра.

Несмотря на рост общего долга в абсолютном выражении на 55%, долговая нагрузка сократилась с 4,0х до 2,36х в терминах отношения Долг/EBITDA. Чистый долг незначительно сократился на 18 млн долл. до 164 млн долл., при этом отношение Чистый долг/EBITDA сократилось с 1,4х до 0,5х. Стоит отметить, что почти весь долг является долгосрочным, что снижает краткосрочные риски рефинансирования.

Покупка Мантры может повысить долговую нагрузку свыше 3,5х

Мы не исключаем дальнейшего роста долговой нагрузки при покупке у материнской APM3 оставшейся 86,1% доли Мантра, оцениваемой на текущий момент в сумму свыше 1 млрд долл. В качестве опции финансирования приобретения компания может выйти на первичный рынок с зарегистрированным выпуском рублевых облигаций на сумму 12,5 млрд руб. В случае единовременной оплаты, Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, может превысить уровень 3,5х. Однако не стоит исключать, что Uranium One может получить отсрочку платежа у APM3.

**Uranium-1 не имеет
торговой ликвидности**

Обращающиеся облигации Uranium-1 эмитента не имеют торговой ликвидности и еще не были включены в список РЕПО ЦБ. Мы считаем ставку купона 9,75% годовых слишком низкой для 5-летнего выпуска с рейтингом ВВ-. Лучшей альтернативой среди нефинансовых бумаг являются 3-летние НПК БО-1 и БО-2 с доходностью 10,05%. Также стоит участвовать в размещении рублевых облигаций Металлоинвеста (-/Вa3/ВВ-) ближе к верхней границе текущего ориентира по доходности (9,73 – 10,25% к оферте через 3 года).

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.