

## Пульс рынка

- ▶ **На рынках временное затишье.** Ослаблению медвежьих настроений способствовал ряд позитивных новостей из Европы. Появилась некоторая надежда на то, что в Греции будет сформировано коалиционное правительство, что позволит избежать проведения выборов в июне. Было согласовано удлинение срока, в течение которого Испания должна привести свои бюджетные показатели в соответствие с требованиями еврозоны (в случае успешного прохождения независимого аудита по плану реструктуризации проблемных банков). Доходность 10-летних облигаций Испании снизилась на 9 б.п. до YTM 5,96%. Макроданные по США оказались нейтральными: так, число первичных обращений за пособиями по безработице вышло на уровне ожиданий. Рынки умеренно негативно отреагировали на неожиданный убыток JP Morgan в размере 2 млрд долл. за последние 6 недель от операций с кредитными деривативами (по причине "вопиющих ошибок" в управлении рисками), а также падение чистой прибыли Credit Agricole на 75% г./г. в 1 кв. вследствие реструктуризации греческих суверенных облигаций и списаний Empiriki Bank, дочернего банка в Греции. Некоторый рост индексов акций вчера выглядит не более, чем технический отскок, вызванный фиксацией прибыли по коротким позициям. Поводов для повышения аппетита на рискованные активы по-прежнему нет: доходности безрисковых активов UST и BUNDS находятся вблизи локальных минимумов.
- ▶ **Покупки валюты ЦБ остались на уровне марта, границы плавающего коридора не менялись.** По данным ЦБ, регулятор купил в апреле ~4 млрд долл. (3,6 млрд долл. и 0,3 млрд евро) против 4,3 млрд долл. в марте. Это не стало сюрпризом, учитывая, что интенсивность укрепления рубля с тех пор не претерпела сильных изменений. Неожиданно, пожалуй, лишь то, что на накопленные интервенции (сдвигающие коридор по достижении 500 млн долл.) пришлось лишь 0,13 млрд долл., или 3% против 13% в марте. Для рынка такая информация означает, что ожидаемого многими сдвига плавающего коридора в апреле фактически не было. Наши ранние прогнозы, основанные на том, что ЦБ не сократит целевые интервенции (в том числе из-за стерилизации ликвидности бюджетом), а значит, новый сдвиг коридора произойдет не раньше мая, полностью подтвердились. Исходя из наших расчетов, на 1 мая 2012 г. до сдвига коридора не хватало 200 млн долл., что при бивалютной корзине, торгующейся сейчас вблизи подкоридора, где ЦБ вообще не производит интервенций (34,65-35,65 руб.), новое смещение границ (сейчас 32,15-38,15 руб.) в ближайшие дни маловероятно.
- ▶ **Российский сегмент под давлением дешевающей нефти.** Вслед за снижением котировок нефти Brent (с 112,5 до 111,7 долл./барр.) облигации Russia 42 подешевели еще на 50 б.п. (до 104,5% от номинала). Ослабление курса рубля стало, по нашему мнению, основной причиной усиления давления продавцов на длинные ОФЗ: выпуски 26205 и 26204 подешевели на 20-50 б.п. Кроме того, негативным фактором для рынка ОФЗ является неопределенность в вопросе устранения инфраструктурных барьеров для нерезидентов.
- ▶ **Качественные облигации размещаются на слабом рынке.** ГПБ (BB+/Ba3/-) разместил 5-летний облигацию номиналом 500 млн долл. с YTM 5,625%, что соответствует G-спреду в пределах 488 б.п. и предполагает справедливый дисконт к недавно размещенным субординированным облигациям GPB 19 в размере 100 б.п. Мы не исключаем, что ГПБ предпочел сократить объем реализованных облигаций в обмен на отсутствие премии к рынку (для построения собственной кривой доходностей для будущих размещений). Ориентир по ставке купона 7-летних облигаций АФК Система (BB+/Ba3/BB-) был озвучен в пределах 6,95-7% годовых, что соответствует G-спреду ~571 б.п. и предполагает премию к близким по дюрациям бумагам MTS 20 (G-спред 481 б.п.) на уровне 90 б.п. По нашим оценкам, справедливая премия АФК Система к МТС должна составлять 25-50 б.п. При текущей конъюнктуре вторичного рынка мы считаем оправданной премию за первичное размещение.

## Темы выпуска

- ▶ Мечел: туманные перспективы снижения долгового бремени
- ▶ TNK-BP International: ждем предложения еврооблигаций
- ▶ Uranium One: риски роста долговой нагрузки сохраняются

## Мечел: туманные перспективы снижения долгового бремени

### Долговая нагрузка продолжает расти

Мечел (Moody's: B1/негативный), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 4 кв. и 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально, учитывая успешное завершение переговоров с кредиторами по поводу ослабления финансовых ковенант.

Снижение выручки в 4 кв. 2011 г. оказалось сильнее, чем в 3 кв., составив 9% кв./кв., при этом годовая выручка выросла г./г. почти на 29% до 12,5 млрд долл. Рентабельность по EBITDA в 4 кв. снизилась кв./кв. на 2,8 п.п. до 18,3%. Ухудшение операционных показателей кв./кв. обусловило металлургическое подразделение (которое сработало в минус на уровне EBITDA) на фоне относительно ровной динамики добывающего сегмента.

Негативным моментом отчетности стало сохранение тенденции к увеличению долговой нагрузки: с учетом обязательств по финансовому лизингу, отношение Чистый долг/LTM EBITDA выросло с 3,64x в 3 кв. 2011 г. до 3,86x, что было обусловлено как снижением кв./кв. показателя LTM EBITDA на 21% (до 536 млн долл.), так и увеличением чистого долга на 250 млн. долл. до 9,2 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели Мечела

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	2 929	3 210	-9%	12 546	9 746	+29%
Валовая прибыль	934	1 185	-21%	4 325	3 597	+20%
Валовая рентабельность	31,9%	36,9%	-5 п.п.	34,5%	36,9%	-2,4 п.п.
EBITDA	536	678	-21%	2 393	2 015	+19%
Рентабельность по EBITDA	18,3%	21,1%	-2,8 п.п.	19,1%	20,7%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	224	32	+7,0x	803	692	+16%
Операционный поток				888	-147	-
Инвестиционный поток, в т.ч.				-2 621	-1 119	+2,3x
Капвложения				-1 830	-990	+1,8x
Финансовый поток				2 079	1 210	+1,7x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 869	9 494	+4%
Краткосрочный долг	2 748	2 457	+12%
Долгосрочный долг	7 121	7 037	+1%
Чистый долг	9 226	8 976	+3%
Долг/EBITDA LTM*	4,12x	3,85x	-
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,86x	3,64x	-

\*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Убыток металлургического сегмента на уровне EBITDA

Продажи металлургического сегмента кв./кв. сократились на 14% до 1,5 млрд долл. Цены на стальную продукцию в 4 кв. упали на 7-10% относительно 3 кв. Общий объем реализации металлопродукции в физическом выражении (включая перепродажи) снизился, по нашим оценкам, на 16% кв./кв. до 1,5 млн т. Наиболее значительное сокращение произошло в сегменте сортового проката (на 28% кв./кв. до 745,8 тыс. т), при этом в товарной заготовке наблюдался рост (на 25% до 392 тыс. т). Заметное снижение цен и объемов реализации стальной продукции румынскими предприятиями группы (которые поставляют сталь преимущественно на европейский рынок) оказало давление на показатель EBITDA сегмента, который в 4 кв. принял отрицательное значение (-50 млн долл.). В целом по году рентабельность по EBITDA в металлургическом сегменте снизилась с 7,1% до 4,3%.

Доля готовой продукции, закупаемой у третьих сторон (для последующей перепродажи) осталась на уровне 35%, что отражает долю в бизнесе группы сбытовой сети "Мечел Сервис Глобал" (МСГ). Менеджмент считает, что наличие сбытовой сети снижает волатильность операционных показателей под влиянием конъюнктуры металлургического рынка.

**Рост рентабельности добывающего сегмента, несмотря на снижение цен и объемов**

В добывающем сегменте снижение выручки (на 7% до 1,1 млрд долл.) оказалось более умеренным, чем спад продаж сырья (угля и руды) в физическом выражении, который, по нашим оценкам, составил ~12% до 8,3 млн т (включая внутригрупповые поставки). Ухудшение условий на рынке в 4 кв., когда цены на концентрат коксующегося угля упали на 12%, по-видимому, повлекло снижение его продаж на 27% кв./кв. до 3,4 млн т. Позитивные тенденции наблюдались в сегменте углей PCI (продукция с высокой добавленной стоимостью, цены на них в 4 кв. выросли на 6%), объем продаж которых вырос кв./кв. на 51% до 0,7 млн т. В структуре продаж сырья произошло увеличение кв./кв. доли реализации в РФ (с 18% до 22%) и сокращение доли Китая (с 28% до 22%).

Рентабельность по EBITDA добывающего сегмента в 4 кв., несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, увеличилась на 8,1 п.п. до 39%, что обусловлено снижением операционных затрат. Ферросплавный сегмент, напротив, в 4 кв. продемонстрировал убыток на уровне EBITDA (-11,2 млн долл.).

**Высвобождение средств из оборотного капитала, скорее всего, имело технический характер**

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале составил скромные 319 млн долл. (среднее значение показателя за первые три квартала находится на уровне 408 млн долл., а в 3 кв. - 500 млн долл.). За счет увеличения кредиторской задолженности (перед поставщиками товаров и услуг, а также расчетов со связанными сторонами) при стабильном уровне дебиторской задолженности произошло высвобождение средств из оборотного капитала - по нашим оценкам, 618 млн долл. Это обусловило значительный чистый приток денежных средств по операционной деятельности в объеме 888 млн долл. (против оттока 48 млн долл. по итогам 9М 2011 г.).

Почти все денежные средства от операционной деятельности ушли на первый платеж (70 млн долл.) в рамках приобретения 100% акций Донецкого электрометаллургического завода (общая сумма сделки - 537 млн долл., оплата в течение нескольких лет), а также на краткосрочные кредиты и инвестиции, в т.ч. в аффилированные компании (в объеме 704 млн долл.). В результате, по нашему мнению, высвобождение средств из оборотного капитала в 4 кв. имело в большей мере технический (и, как следствие, временный) характер.

Капитальные инвестиции, составившие в 4 кв. 436 млн долл. были профинансированы в основном за счет привлечения нового долга в объеме ~380 млн долл. (судя по движению денежных средств), при этом запас денежных средств на балансе увеличился на 125 млн долл. до 643 млн долл.

**ЧМК и Эльга - основные капитальные проекты**

Большая часть капитальных затрат, произведенных в 2011 г. в объеме 1,8 млрд долл., приходится на добывающий сегмент (1,2 млрд долл.) и связана с разработкой Эльгинского месторождения. В январе 2012 г. от станции Улак Байкало-амурской магистрали до месторождения было открыто сквозное железнодорожное сообщение протяженностью 321 км. Объем инвестиций, потребовавшихся для прокладки железнодорожного полотна, составил ~1,25 млрд долл. В этом году на месторождении планируется строительство сезонной обогатительной фабрики и доработка железной дороги (в частности, достройка 20 из 27 мостов). По ранее озвученным оценкам, инвестиции в Якутуголь (включая Эльгинское месторождение) могут составить 825 млн долл. ежегодно в 2012-2015 гг., при этом в Эльгинский проект в 2012 г. планируется направить 350 млн долл. На строительство порта Посьет в 2012 г. будет направлено 85 млн долл.

Также заметный объем инвестиций был направлен на модернизацию ЧМК. В марте 2012 г. состоялось открытие первой очереди рельсобалочного стана ЧМК по производству качественной стали, который включает в себя машину непрерывного литья заготовок №5 производственной мощностью 1 млн т/г., двухпозиционный агрегат «ковш-печь» №4 годовой производительностью 1,2 млн т стали, двухкамерную установку вакуумирования стали производительностью 650 тыс. т/г. Общий объем финансирования составит 854 млн долл., в т.ч. 320 млн долл. - в 2012 г.

**Урезания CAPEX на 2012 г. может оказаться недостаточно для сокращения долговой нагрузки**

В 2012 г., по оценкам менеджмента, капитальные вложения составят 1,2 млрд долл. (из которых 200 млн долл. будет направлено на поддержание существующих мощностей, а остальное на развитие), что хоть и заметно ниже, чем в прошлом году, но может оказать давление на долговую позицию при дальнейшем ухудшении конъюнктуры рынка.

Высокие инвестиции в оборотный капитал (по итогам 2011 г. составили 655 млн долл.) также являются фактором кредитного риска (со стороны дебиторской задолженности в случае неисполнения обязательств третьей стороной). В то же время менеджмент рассматривает оборотный капитал как защитную "подушку" ликвидности: в перспективе 2012-2015 гг. его снижение может привести к сокращению долга на 2 млрд долл. (~20% чистого долга). По нашему мнению, компания смогла бы высвободить заметный объем средств, сократив товарное кредитование (или часть бизнеса МСГ).

В рамках новой стратегии основной целью компании является повышение вертикальной интеграции и снижение долговой нагрузки, в том числе, посредством продажи непрофильных и/или убыточных активов, что, на наш взгляд, в текущих рыночных условиях достаточно сложно реализовать. IPO компании отложено до лучших времен.

**Лояльность госбанков усиливает кредитный профиль**

В конце апреля Мечелу удалось договориться с кредиторами о повышении уровня ковенант: Чистый долг/EBITDA с 3,5х до 5,5х на 2012 г., до 4,4х на 2013 г. и до 3,75х до 2014 г. Кроме того, с начала этого года Мечел разместил рублевые облигации (по нашим наблюдениям, среди узкого круга инвесторов) в объеме 20 млрд руб. (~676 млн долл.). Были подписаны двухсторонние соглашения с ГПБ о кредитной линии сроком на 5 лет (с льготным периодом 3 года) в объеме 500 млн долл., продлены кредит ВТБ на сумму 13,6 млрд руб. (~460 млн долл.) с погашением в 2015 г. и кредитные линии ГПБ на 3-5 лет в объеме 22 млрд руб. (~750 млн долл.).

Таким образом, к настоящему моменту Мечелу удалось рефинансировать 90% чистого краткосрочного долга (с погашением в 2012 г.), что существенно снижает краткосрочные риски. Тем не менее, в среднесрочной перспективе кредитный профиль эмитента остается уязвимым, учитывая довольно большой (в сравнении с EBITDA и планами по капитальным инвестициям) долг к погашению в 2013 г. (1,9 млрд долл.) и в 2014 г. (2,7 млрд долл.).

**Планируемая выплата дивидендов негативна для кредитного профиля**

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки Мечела в 2012 г. на фоне неблагоприятной конъюнктуры на рынках угля и стали (главным образом, из-за кризиса в Европе), а также по причине относительно высоких капитальных затрат. Кроме того, негативной новостью с этой точки зрения является вчерашнее решение Совета директоров компании о выплате дивидендов за 2011 г. общим объемом ~7,7 млрд руб.

**Облигации Мечела неликвидны**

Обращающиеся облигации эмитента имеют низкую торговую ликвидность и предлагают YTW 11,5% с дюрацией 2,5-3 года, что соответствует премии к кривой Евразы ~150 б.п. и, по нашему мнению, является адекватной компенсацией за кредитный риск. Не исключено, что Мечел может вновь выйти на первичный рынок облигаций (зарегистрированы выпуски на сумму 15 млрд руб.), учитывая потребности компании в рефинансировании.

## TNK-BP International: ждем предложения евробондов

**Долговая нагрузка возросла за счет приобретений**

TNK-BP International (BBB-/Baa2/BBB-), материнская компания TNK-BP Холдинг, представила ключевые финансовые показатели по МСФО по итогам 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Чистый долг компании увеличился на 13% до 7,6 млрд долл. В марте 2012 г. TNK-BP выпустила аккредитив на сумму 1 млрд долл. в пользу бразильской HRT O&G в рамках соглашения о приобретении 45% доли в нефтегазовом проекте в Бразилии. В результате долговая нагрузка возросла до 0,54x в терминах отношения Чистый Долг/ЕБИТДА.

### Ключевые финансовые показатели TNK-BP International

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2011	изм.
Выручка	16 089	15 697	+2,5%	13 821	+16%
ЕБИТДА	3 605	3 495	+3,1%	3 954	-9%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,4%	22,3%	+0,1 п.п.	28,6%	-6,2 п.п.
Чистая прибыль	2 176	2 055	5,9%	2 176	0%
Чистая рентабельность	13,5%	13,1%	+0,4 п.п.	15,7%	-2,2 п.п.
Операционный поток	3 434	2 612	+31%	2 483	+38%
Капвложения (органические)	1 105	1 911	-42%	904	+22%

в млрд долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 декабря 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8,4	8,0	+5%
Краткосрочный долг	15%	12%	+3 п.п.
Долгосрочный долг	85%	88%	-3 п.п.
Чистый долг	7,6	6,7	+13%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,54x	0,47x	
Свободный денежный поток	1,9	1,4	+40%

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Заморозка цен в предвыборный период помешала росту выручки**

В 1 кв. 2012 г. выручка компании увеличилась на 2,5% кв./кв., что существенно ниже темпов роста котировок Urals в 7,7% кв./кв. Отставание выручки связано с падением объемов реализации нефти и нефтепродуктов в связи со снижением объемов производства и увеличением запасов. Мы полагаем, что TNK-BP увеличила запасы нефтепродуктов в 1 кв. 2012 г. из-за снижения рентабельности downstream-сегмента в период ограничения роста цен.

**Экспорт сырой нефти компенсировал слабую динамику выручки**

Однако падение рентабельности нефтепереработки было компенсировано ростом маржинальности экспорта сырой нефти благодаря отставанию увеличения экспортных пошлин от динамики цен на нефть. В результате рентабельность по ЕБИТДА TNK-BP увеличилась до 22,4% (показатель ЕБИТДА/барр. н.э. вырос на 4,5% кв./кв. до 19,5 долл./барр. н.э.). По нашим оценкам, рентабельность экспорта сырой нефти в 1 кв. 2012 г. возросла на 15% кв./кв. до 62,3 долл./барр.

**Прогноз по добыче прежний**

Опасения вызывают производственные показатели TNK-BP в связи с падением добычи на зрелых месторождениях. Компания сообщила, что добыча жидких углеводородов в Западной Сибири сократилась на 6% г./г., однако падение было компенсировано ростом добычи на Верхнечонском месторождении и за счет TNK-Уват. В результате TNK-BP увеличила добычу жидких углеводородов на 2,7% г./г. до 1,757 тыс. барр. в сутки. По сравнению с 4 кв. 2011 г. суточная добыча жидких углеводородов в 1 кв. 2012 г. сократилась на 0,8%. Однако компания сохраняет свой среднесрочный прогноз по росту добычи на уровне 1-2%.

**Высокий свободный денежный поток**

Значительный свободный денежный поток в размере 1,9 млрд долл. был направлен на выплату дивидендов (в размере 1,4 млрд долл.) и погашение еврооблигаций на сумму 500 млн долл.

<b>Дивиденды останутся на высоком уровне</b>	Менеджмент подтвердил, что экологические претензии со стороны Росприроднадзора не повлияют на дивидендную политику компании, и большая часть свободного денежного потока будет по-прежнему направляться на выплату дивидендов.
<b>TNK-BP намерена выйти на рынок евробондов в 2012 г.</b>	В ходе телеконференции менеджмент в очередной раз подтвердил намерение компании выйти на рынок евробондов для рефинансирования текущей задолженности. В 2012 г. TNK-BP предстоит погашения на сумму 756 млн долл., в 2013 г. - 1,66 млрд долл., включая отложенный платеж в размере 400 млн долл. по сделке с бразильской HRT.
<b>Обращающиеся бумаги справедливо оценены</b>	Обращающиеся выпуски эмитента выглядят справедливо оцененными с точки зрения кредитного качества, при этом лучшей альтернативой являются бонды Лукойла (Lukoil 17 и Lukoil 19).

## Uranium One: риски роста долговой нагрузки сохраняются

**Результаты за 1 кв. 2012 г. оцениваем нейтрально**

Компания Uranium One (S&P: BB-), первый иностранный эмитент на российском рынке рублевых облигаций, опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г., которую мы оцениваем нейтрально.

Повышение рентабельности относительно 4 кв. 2011 г. обусловлено небольшим восстановлением цен на уран (+6%, с 50 до 53 долл./фунт) после их падения во 2 кв. 2011 г. в результате аварии на АЭС в Японии. В то же время более низкая рентабельность в сравнении с 1 кв. 2011 г. также объясняется ценовым фактором (до аварии цены на уран составляли 61 долл./фунт). Приобретение в 1 кв. 2012 г. 13,9% доли в компании Mantra, владеющей лицензией на урановое месторождение в Танзании, привело к увеличению чистого долга Uranium One более чем вдвое, однако его отношение к LTM EBITDA не превышает 1,1х.

### Ключевые финансовые показатели Uranium One

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	95,9	157,9	-39%	95,9	101,9	-6%
ЕБИТДА	58,7	95,0	-38%	58,7	64,9	-10%
Рентабельность по ЕБИТДА	61,2%	60,2%	+1 п.п.	61,2%	63,7%	-2,5 п.п.
Операционная прибыль	37,7	61,7	-39%	37,7	37,5	0%
Операционная рентабельность	39,3%	39,1%	+0,2 п.п.	39,3%	36,8%	+2,5 п.п.
Чистая прибыль	4,5	-1,1	-	4,5	14,0	-3,1х
Чистая рентабельность	4,7%	отриц.	-	4,7%	13,7%	-9 п.п.
Операционный поток				88,2	66,5	+33%
Инвестиционный поток, в т. ч.				-216,6	-18,5	+11,7х
Капвложения				-38,7	-27,9	+39%
Финансовый поток				22,7	-2,5	-
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012			31 дек. 2011		изм.
Совокупный долг, в т. ч.	856,6			782,8		+9%
Краткосрочный долг	25,9			52,1		-2,0х
Долгосрочный долг	839,7			730,7		+15%
Чистый долг	344,4			163,8		+2,1х
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1,1х			0,5х		-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

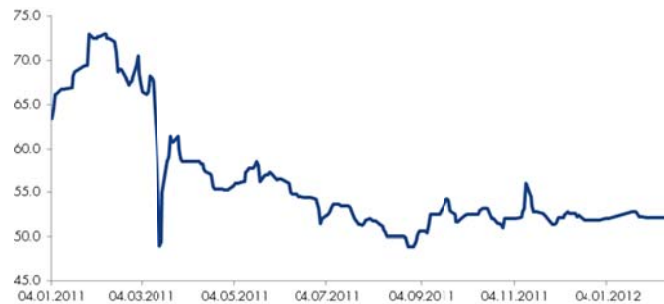
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение выручки кв./кв. из-за меньших объемов реализации, г./г. - из-за падения цены на уран**

Снижение выручки кв./кв. на 39% связано с меньшими объемами реализации - 1,8 млн фунтов против 3,1 млн фунтов, что частично было компенсировано небольшой коррекцией цен. Уменьшение выручки г./г. обусловлено "проседанием" средней цены с 61 до 53 долл./фунт при небольшом увеличении объемов продаж (с 1,7 до 1,8 млн фунтов).

В 2011 г. мировые цены на уран существенно снизились из-за аварии на японской АЭС Фукусима. 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.

#### Динамика мировых цен на уран, долл./фунт



Источник: Bloomberg

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

Также компания отмечает активизацию атомной энергетики в Китае, Индии, России и других 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 1 кв. 2012 г. cash-cost остались 14 долл./фунт, по итогам года ожидается рост до 19 долл./фунт**

Производственные денежные расходы (cash cost) в 1 кв. 2012 г. остались на уровне 14 долл./фунт реализованной продукции в результате увеличения в продажах доли урана, добываемого на месторождении Акдала (13 долл./фунт) при снижении доли урана с Южного Инкья (19 долл./фунт) и Каратау (10 долл./фунт).

В 2012 г. компания ожидает увеличения производственных денежных расходов в среднем до 19 долл./фунт, в том числе за счет начала коммерческой добычи на австралийском и американском месторождениях с более высокими издержками.

**Рентабельность повысилась на 1 п.п. кв./кв.**

Некоторое улучшение ценовой конъюнктуры кв./кв. и контроль над издержками (сохранение cash cost на уровне 4 кв., опережающее выручку снижение расходов на геологоразведочные работы) позволило увеличить рентабельность по EBITDA до 61,2% (60,2% кварталом ранее). В сравнении с 1 кв. 2011 г. снижение рентабельности по EBITDA в 1 кв. 2012 г. на 2,5 п.п. было обусловлено негативной ценовой динамикой.

Сокращение чистой прибыли втрое до 4,5 млн долл. по сравнению с 1 кв. 2011 г. связано, во-первых, с повышением финансовых расходов (с 11,5 до 17 млн долл.) за счет начала выплаты купона по выпуску облигаций и, во-вторых, с признанием убытка по курсовым разницам (12,8 млн долл. против 5,3 млн долл.) в результате переоценки свопа.

Капитальные затраты в 1 кв. 2012 г. составили 38,7 млн долл. (17% от программы на весь год) и были профинансированы из операционного денежного потока. В целом на 2012 г. общий размер капвложений запланирован 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 Mantra, выкупив 13,9% долю за 150 млн долл. за счет накопленных**

Uranium One имеет опцион на покупку 100% доли в компании Mantra у материнской APM3. Mantra 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 приобрела 13,9% доли в проекте за 150 млн долл., тем самым продлив срок исполнения опциона на год до 7 июня 2013 г. Покупка была профинансирована частично из операционного денежного потока компании, но большей

<b>денежных средств</b>	частью - из накопленных денежных средств, в т.ч. неиспользованных средств от размещения рублевых облигаций.
<b>Чистый долг/EBITDA LTM повысилось до 1,1x</b>	За квартал общий долг в абсолютном выражении увеличился на 9% до 857 млн долл. Почти весь долг является долгосрочным, что снижает краткосрочные риски рефинансирования. Чистый долг вырос более чем вдвое за счет расходования накопленных средств на покупку доли в Mantra, однако его отношение к LTM EBITDA остается на приемлемом уровне 1,1x (0,5x на конец 2011 г.).
<b>Покупка Мантры может повысить долговую нагрузку</b>	Оставшаяся доля в Mantra (86,1%) оценивается в сумму свыше 1 млрд долл. В качестве одной из опций финансирования приобретения компания, на наш взгляд, может использовать выпуск рублевых облигаций (зарегистрирован выпуск на сумму 12,5 млрд руб.). В случае единовременной оплаты, Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, может превысить уровень 3,5x. Однако также существует вероятность, что Uranium One может получить отсрочку платежа у АРМЗ.  Также мы не исключаем дополнительных расходов компании в связи с решением корпорации Mitsui выйти из СП (49%) по разработке австралийского проекта Honeymoon, который в настоящее время вводится в эксплуатацию. На данный момент, компания лишь сообщает, что переговоры по условиям выхода Mitsui из проекта ведутся, и их планируется завершить до конца июня.
<b>Облигации не имеют торговой ликвидности</b>	Обращающиеся облигации эмитента не имеют торговой ликвидности. Отметим также, что пока они еще не были включены в список РЕПО ЦБ.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский Никель	Uranium One

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

### Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность из бюджета

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

### Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

## 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.