

КВАЗИСУВЕРЕННЫЙ ДОЛГ ПО ЦЕНЕ КОРПОРАТИВНОГО

Холдинг размещает рублевые облигации

Возвращение на публичный долговой рынок. Сегодня закрывается книга заявок на приобретение рублевых облигаций холдинга «Атомэнергопром». Параметры выпуска приведены в таблице справа. Средства привлекаются для финансирования инвестиционной программы. Напомним, что всего у компании зарегистрировано восемь выпусков биржевых облигаций общим объемом 135 млрд руб.

Атомэнергопром" образован в соответствии с указом Президента Российской Федерации в июле 2007 г. как холдинговая компания, консолидирующая все гражданские активы российской атомной отрасли. Акционер холдинга, на 100% принадлежащая государству корпорация «Росатом» (правопреемник упраздненного Федерального агентства по атомной энергии), является инструментом государственной политики в атомной отрасли в целом. Российское правительство тщательно контролирует атомную промышленность, а любая частная деятельность в области применения ядерных технологий подлежит утверждению правительством.

Не исключаем дальнейшего снижения ориентиров по доходности.

При оценке справедливой доходности рублевых облигаций Атомэнергопрома мы ориентировались на обращающиеся выпуски эмитентов, долговые обязательства которых по своей сути близки к суверенному долгу, – Газпрома (BBB/Vaa1/BBB) и РЖД (BBB/Vaa1/BBB). Кроме того, мы не оставили без внимания состоявшееся на прошлой неделе успешное размещение облигаций Норильского никеля (BBB-/Vaa2/BBB-), имеющего кредитный рейтинг на одном уровне с Атомэнергопромом. В настоящий момент спред рублевых обязательств РЖД и Газпрома к ОФЗ не превышает 80–90 б.п., а размещение Норильского никеля с трехкратной переподпиской показало, что риск высокочастотных заемщиков инвесторы оценивают ненамного выше – с премией к выпускам квазисуверенных заемщиков в размере не более 20 б.п. С учетом вышесказанного мы оцениваем справедливый уровень доходности облигаций Атомэнергопрома в 7,2–7,4% и ожидаем, что ставка купона будет установлена на уровне ниже ориентира, обозначенного сегодня. Если в итоге ставка купона сложится выше 7,4%, привлекательность долговых инструментов Атомэнергопрома в глазах инвесторов должна только возрасти.

Информация о выпуске

Эмитент	Атомэнергопром-6
Выпуск	ОАО "Атомэнергопром"
Поручитель	Госкорпорация "Росатом"
Рейтинг эмитента (S/M/F)	BBB-/-
Общий объем	10 млрд руб.
Купон	Годовой
Срок обращения	4 года
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир ставки купона	7,5 - 7,75%
Ориентир по доходности	УТМ 7,5-7,75%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	3 августа 2010 г.

Кредитное качество

не вызывает опасения

Ключевые финансовые показатели холдинга "Атомэнергопром"

Управленческая отчетность, млрд руб.	2008	2009	2009/2008, %
Выручка	291	347	19,2
ЕБИТДА	63	118	87,3
Чистая прибыль	22	63	186,4
Совокупный долг	86	124	44,2
Краткосрочный долг	13	23	74,7
Денежные средства	35	77	120,0
Чистый долг	51	47	(7,8)
Собственный капитал	121	767	533,9

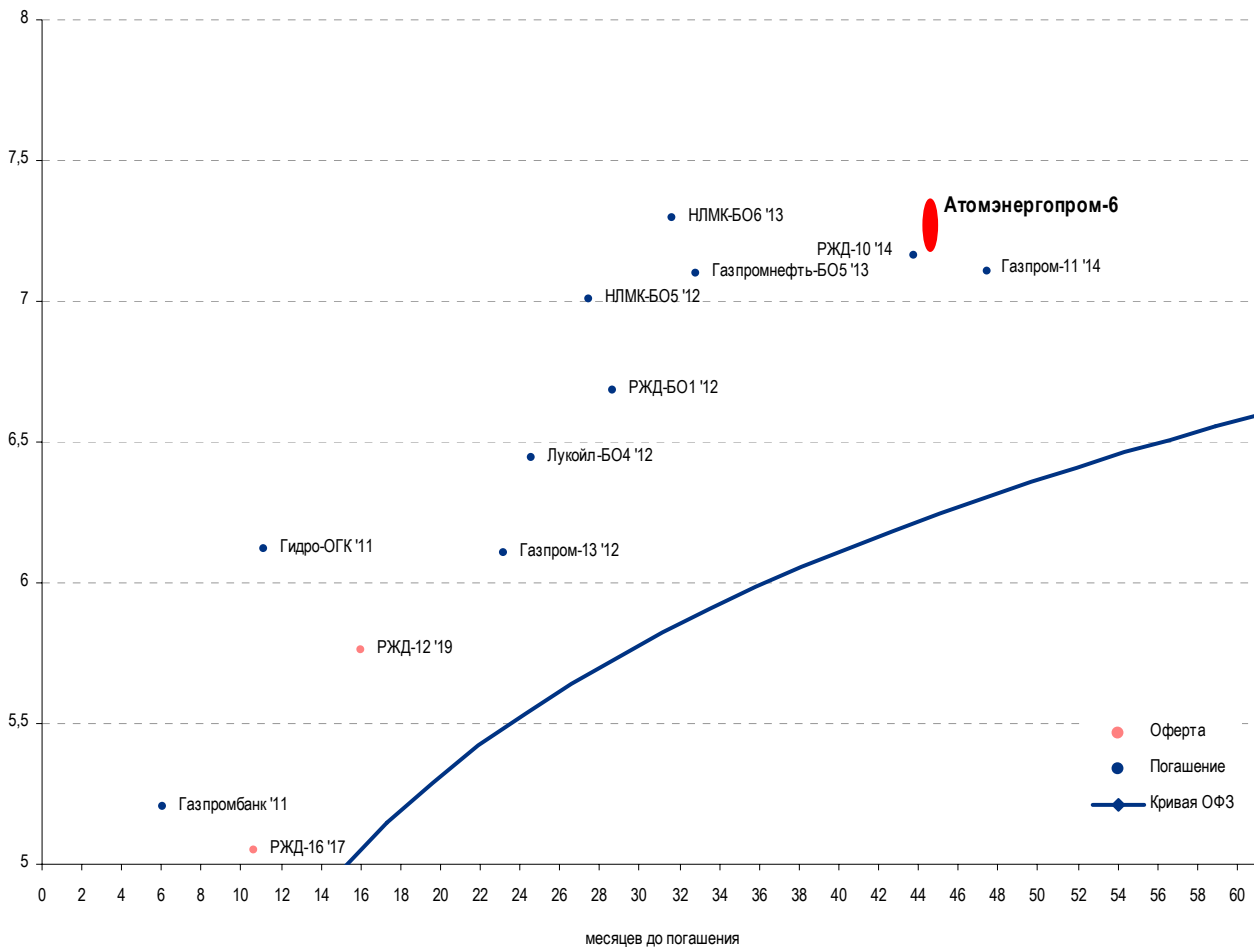
Кoeffициенты

Рентабельность ЕБИТДА (%)	21,6	34,0
Долг/ЕБИТДА	1,4	1,1
Чистый долг/ЕБИТДА	0,8	0,4
Долг/Собств. капитал	0,7	0,2
Кoeffициент текущей ликвидности	0,8	1,1
Доля краткосрочного долга (%)	59	36

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуск интересен по нижней границе диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Стратегический характер деятельности и значительная поддержка со стороны государства – ключевые факторы поддержки кредитного профиля Атомэнергопрома.

Холдинговая компания «Атомэнергопром» управляет гражданскими активами атомной отрасли, включая строительство и управление АЭС (16% совокупной выработки электроэнергии в России и до 35–40% в некоторых российских регионах, в частности в Северо-Западном), добычу урана (9% мирового объема) и его обогащение (45% мирового рынка), а также производство ядерного топлива (17%) в рамках полного ядерно-топливного цикла. Следует отметить, что в России действуют ограничения на частную деятельность в сфере ядерной энергетики. Стратегическая роль холдинга подтверждается, помимо прочего, регулярными взносами государственных средств в капитал компании – так, в начале 2010 г. было внесено порядка 69 млрд руб. Кроме того, государственной программой предусмотрено, что в 2009–2015 гг. порядка 40% капитальных расходов холдинга будет финансироваться за счет госбюджета.

Финансовую устойчивость увеличивают высокая эффективность деятельности и низкая долговая нагрузка.

Автономный кредитный профиль Атомэнергопрома достаточно устойчив – согласно данным сводной управленческой отчетности по РСБУ, консолидированная выручка холдинга в 2009 г. равнялась 347 млрд руб. (+19,2% к 2008 г.), а рентабельность по EBITDA достигла 33,9% (+12,2 п.п.). Долг компании на начало 2010 г. составлял 124 млрд руб., и при этом компания имела значительный запас денежных средств на балансе (77 млрд руб.), что позволило осуществить досрочное погашение двух «дорогих» выпусков облигаций объемом 50 млрд руб. в мае нынешнего года. Долговая нагрузка компании, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, на начало года находилась на очень низком уровне – 0,4. Инвестиционная программа Атомэнергопрома на текущий год составляет 176 млрд руб, из которых сама компания должна профинансировать 123 млрд руб. (эта величина практически соответствует значению EBITDA за 2009 г.). Таким образом, мы не склонны ожидать роста долговой нагрузки холдинга в среднесрочной перспективе.

Сложная структура группы и пока еще невысокий уровень финансовой прозрачности являются основными рисками для кредитного профиля компании. Атомэнергопром был образован как холдинговая компания лишь в 2007 г., и структура холдинга еще не окончательно сформирована (в настоящий момент в его состав входит порядка 190 компаний). При этом компания представляет лишь сводную отчетность по РСБУ, а консолидированной отчетности по МСФО стоит ожидать не ранее конца 2011 г. Вместе с тем определенную уверенность инвесторам, приобретающим облигации Атомэнергопрома, должна придавать структура займа, предполагающая поручительство госкорпорации «Росатом». Отметим, что Росатом наделен полномочиями органов государственной власти, что, помимо прочего, увеличивает важность репутационной составляющей деятельности госкорпорации. Кроме того, Атомэнергопром и Росатом осуществляют проекты в Китае, Индии и других странах Азии, а также в Европе и США, и все контракты холдинга на строительство атомных станций и долгосрочные поставки топлива могут подвергаться риску в случае неисполнения обязательств по долгу.

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010