

Доходный атом

Комментарий к размещению Атомэнергопром (BBB-)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

Основные параметры займа Атомэнергопром серии 06

Эмитент	Атомэнергопром
Поручитель	ГК Росатом
Объем выпуска	10 млрд. руб.
Срок обращения	4 года лет
Периодичность выплаты купонов	365 дней
Пут опцион	отсутствует
Дюрация	3.62 года
Заккрытие книги	03.08.2010
Ориентир организаторов	купон 7.5-7.75% (УТМ 7.5-7.75%)
Справедливая доходность	УТМ 7.4-7.5%
Рейтинг	BBB- дает основания для включения в список РЕПО ЦБ

На наш взгляд, участие в аукционе привлекательно даже по нижней границе заявленного диапазона (купон и доходность 7.5%, спрэд к ОФЗ около 95 бп.) при справедливой доходности на вторичном рынке на уровне 7.4-7.5%.

Не исключаем, что весь объем выпуска может быть раскуплен управляющими компаниями в силу высокого рейтинга эмитента, потенциального присутствия в списке РЕПО ЦБ, а также относительно высокой ставки купона. В этом контексте до появления следующих займов компании ликвидность Атомэнергопром,06 на вторичном рынке может быть ограничена.

Сильные стороны:

- Монопольные позиции на рынке ядерной энергетики
- Государственная поддержка
- Высокая степень вертикальной интеграции
- Устойчивый кредитный профиль

Основные риски:

- Громоздкая структура (свыше 190 компаний)
- Большой навес первичного предложения от эмитента (190 млрд. руб.)
- Недостаточная информационная прозрачность (публикация отчетности по МСФО ожидается не ранее 2011-2012 гг.)
- Высокие инвестиционные аппетиты

Прайсинг:

- Заккрытие книги заявок на участие в размещении нового выпуска облигаций государственного холдинга Атомэнергопром пройдет уже сегодня в 17:00 мск. Таким образом, очевидно, организаторы рассчитывают на большой спрос со стороны инвесторов. Мы не исключаем развития именно подобного сценария, что лишний раз подтверждается недавним пересмотром ориентира доходности в меньшую сторону

- После досрочного выкупа бумаг с рынка в мае этого года по колл опциону (2 выпуска общим объемом 50 млрд. руб.) лимиты на Атомэнергопром, наверняка, все еще сохранились, а спрос на облигации высококачественных заемщиков по-прежнему остается большим

- Доказательством этого факта также могут стать результаты последнего размещения эмитента с рейтингом инвестиционного уровня - Норникеля (Baa2/BBB-/BBB-). После понижения маркируемой ставки купона в результате существенной переподписки, риск по трехлетним бумагам был оценен в 7.12% годовых (купон 7%, спрэд к ОФЗ около 90 бп.)

- Исходя из этого, наша оценка справедливой доходности Атомэнергопрома на вторичном рынке находится в диапазоне 7.4-7.5%. Таким образом, считаем привлекательным выставлять заявки даже по нижней границе объявленного ориентира.

Коротко о группе:

- Группа Атомэнергопром – государственный холдинг, объединяющий гражданские активы ядерно-энергетического сектора. Группа была образована в 2007 г. в ходе реформы ядерной отрасли России и на сегодняшний день насчитывает свыше 190 компании,

Финансовые результаты Атомэнергопром, РСБУ pro-forma

млн. руб..	2008	2009
Выручка	291	347
ЕБИТДА	63	118
Чистая Прибыль	22	63
Активы	729	1 099
Чистый долг	51	47
Собственные средства	121	767
Рентабельность по ЕБИТДА	21.6%	34%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.8	0.4
ЕБИТДА/проценты	10.5	11.8

обеспечивающих полный цикл производства, включая добычу и обогащение урана, производство электроэнергии, строительство АЭС и т.д.

- На долю Атомэнергопрома приходится 17.8% совокупной выработки электроэнергии в России. Компания также занимает 2-е место в мире по запасам урана и 5-е по объему добычи.

- Наибольший вклад в структуру консолидированной выручки группы (54%) вносит компания Росэнергоатом (производство электроэнергии). Остальные бизнес-направления представлены компаниями Атомэнергомаш, Техснабэкспорт, ТВЭЛ и т.д.

Акционеры:

- Акционером Атомэнергопрома выступает государство, владеющее 100% акций компании через корпорацию Росатом (проводит государственную политику в области атомной энергии).

Финансовый профиль:

- Наше мнение о кредитном профиле группы основывается на данных pro-forma отчетности по РСБУ за последние годы. К сожалению, публикацию результатов по МСФО планируется начать не ранее 2011-2012 гг.

- За 2009 г. Атомэнергопром нарастил выручку более чем на 19.2%. Денежный поток оказался достаточно устойчив к влияниям кризиса за счет диверсифицированной бизнес-модели и долгосрочной природы большинства заключенных контрактов.

- В то же время, удержание операционных расходов на уровне, сопоставимым с предыдущим годом, позволило заметно улучшить эффективность деятельности: рентабельность по EBITDA возросла с 21.6% до 34%, что является неплохим показателем для энергетического сектора.

- Также важно отметить большой размер чистой прибыли, полученной в 2009 г. (63 млрд. руб.), что в том числе помогло заметно улучшить финансовую независимость компании (доля капитала в пассивах около 70% по итогам 2009 г.). Согласно презентационным материалам, более 90% выручки формируется за счет подразделений, занимающихся генерацией электроэнергии, а также добычей и переработкой урана. Валютные поступления составляют около 35% продаж (в 2009 г.).

Долговая нагрузка и CAPEX:

- Атомэнергопром отличается консервативная политика по привлечению заемных средств. Объем финансового долга по итогам 2009 г. составил 124 млрд. руб. Благодаря росту операционного денежного потока в 2009 г. показатели долговой нагрузки опустились до еще более «комфортных» уровней (Чистый Долг/EBITDA - 0.4x).

- В конце 2009 г. компания разместила рублевые облигации объемом 50 млрд. руб. Однако уже в мае 2010 г. весь объем бумаг был выкуплен обратно в рамках колл-опциона из-за существенного улучшения конъюнктуры рынка. Таким образом, задолженность Атомэнергопрома на 15.07.2010 составила 80.7 млрд. руб. (из материалов к размещению). Дополнительный комфорт кредитному профилю группы добавляет значительный объем денежных средств на балансе (77 млрд. руб. на конец 2009 г.).

- В то же время, нельзя полностью исключить рост долговой нагрузки в дальнейшем. Предпосылки к этому оставляет масштабная инвестиционная программа, утвержденная правительством РФ. Так, до 2015 г. объем капитальных вложений составит около 1.5 трлн. руб. (!), из которых государством будет софинансировано порядка трети.

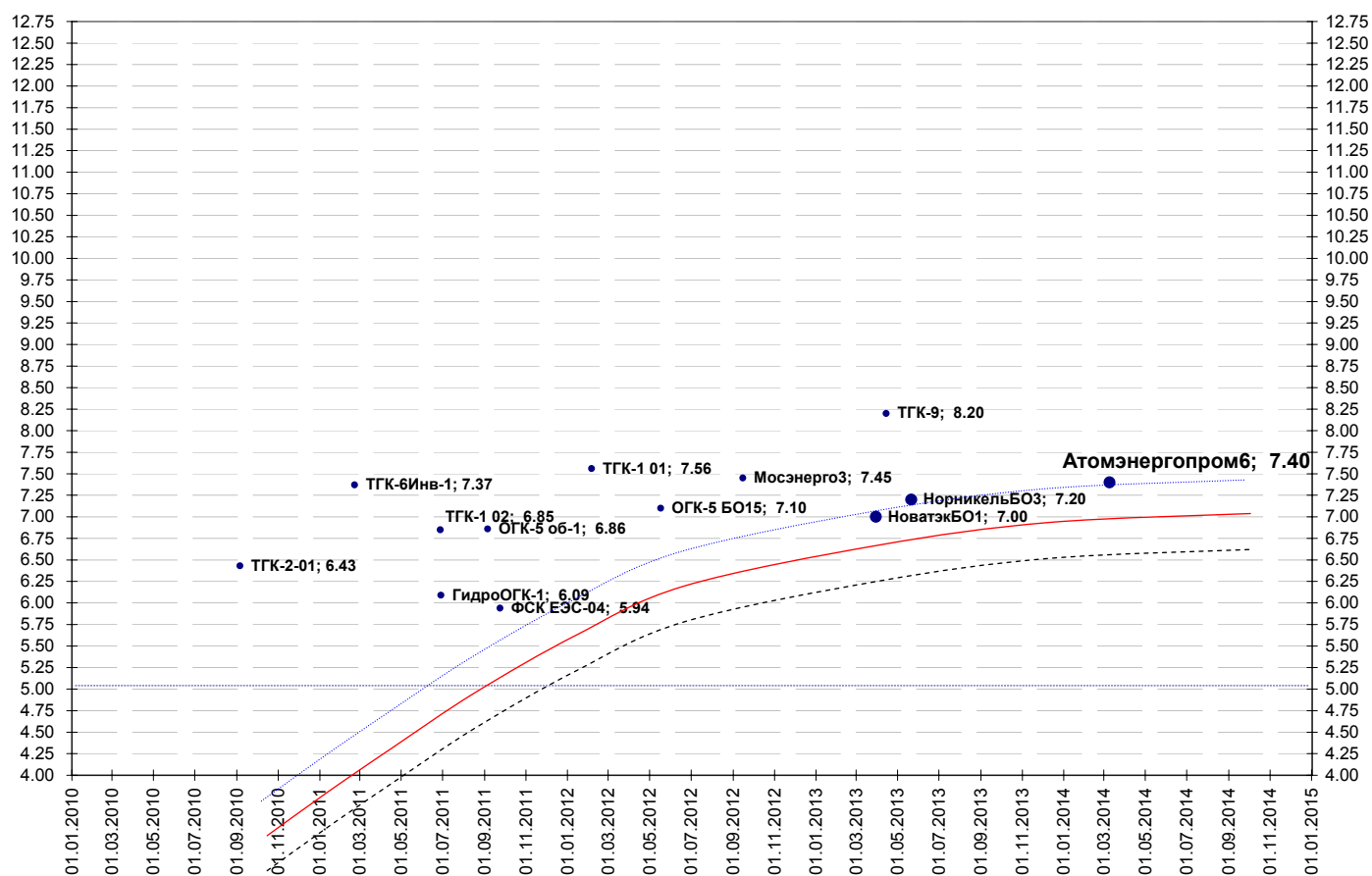
- Основными направлениями инвестиций станут вложения в строительство новых атомных мощностей, что позволит увеличить долю Атомэнергопрома в суммарной выработке электроэнергии России до 25-30%.

Финансовые результаты Атомэнергопром pro-forma РСБУ, млрд.руб.

	2008	2009	Изменение 2009 к 2008
Выручка	291	347	+19%
Операционная прибыль	96	147	+53%
ЕВITDA	63	118	+87%
Чистая Прибыль	22	63	+186%
Активы	729	1 099	+51%
Денежные средства	36	77	+114%
Финансовый долг	86	124	+44%
долгосрочный	35	80	+128%
краткосрочный	51	44	-14%
Чистый долг	51	47	-8%
Собственные средства	121	767	+534%
Рентабельность по ЕВITDA	21.6%	34%	
Рентабельность по чистой прибыли	7.6%	18.1%	
Финансовый долг/ ЕВITDA	1.4	1.0	
Чистый долг/ЕВITDA	0.8	0.4	
ЕВITDA/проценты	10.5	11.8	
Капитал/Активы	16.6%	69.8%	

Карта рублевого рынка

Примечание: Красная кривая построена по фишкам, входящим в список РЕПО и А1, синяя – по фишкам, входящим в другие списки, черная – кривая ОФЗ



ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10
Т: +7(495) 232 9966
Ф: +7(495) 956 4700
<http://www.open.ru>
e-mail: info@open.ru
Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL
London, United Kingdom
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
104 Amathountos Str.,
SeasonsPlaza, P.C. 4532,
Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
www.otkritiefinance.com.cy
e-mail: infomail@open.ru

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Goethestrasse 10
60313 Frankfurt am Main, Germany
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com

ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ
Управляющий директор

МИХАИЛ АВТУХОВ
Управляющий директор

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ
Начальник управления
доб. 1628
malinovskiy@open.ru

ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ
Заместитель начальника
управления,
российский рынок
доб. 1637
vorobiev@open.ru

ОЛЬГА НИКОЛАЕВА
Аналитик,
российский рынок
доб. 1577
nikolaeva-o@open.ru

ОЛЬГА ЛЯКИНА
Аналитик,
еврооблигации
доб. 1589
lyakina@open.ru

СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ
Заместитель начальника
управления,
кредитный анализ
доб. 1816
credit_research@open.ru

МАКСИМ ГРЕЦОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

ОЛЕГ ТАРАСОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

МИХАИЛ ХАЗАН
Начальник управления
+7 (495) 234 44 09
khazan@open.ru

АНТОН КИХАЕВ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 234 05 96
kikhaev@open.ru

ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 777 56 03
golden@open.ru

ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 11
dergachev@open.ru

СУХРОБ БАБАДЖАНОВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 07
sukhrob@open.ru

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

АННА ВАСИЛЕВСКАЯ
Менеджер по продажам
+44 (0) 207 826 8234
anna.vasilevska@otkritie.com

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ДМИТРИЙ БАРКОВ
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1548
barkov@open.ru

РОСТИСЛАВ КУЛАК
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1713
kulak@open.ru

РОБЕРТ СМАКАЕВ
Начальник управления
организации эмиссий
доб. 1109
smakaev@open.ru

ШАГЕН БАХШИЯН
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1590
shagen@open.ru

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.