


**ГАЗПРОМБАНК**

## Атомэнергопром: в сфере стратегических интересов государства

### Параметры выпуска

Эмитент	ОАО «Атомэнергопром»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	BBB-/-/
Объем, млрд руб.	10
Погашение	2014 г.
Ставка купона	7,5%–7,75%
Доходность	7,5%–7,75%
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал

- ▶ **Вертикально интегрированный холдинг глобального масштаба.** Атомэнергопром объединяет в своем составе большую часть «гражданских» активов российской атомной промышленности всей цепочки производственного цикла – от добычи урана до производства электроэнергии и строительства АЭС. Холдинг занимает сильные позиции в мировой ядерной отрасли.
- ▶ **Сильная государственная поддержка.** Бизнес Атомэнергопрома находится в сфере стратегических государственных интересов. Холдинг является 100%-ной дочерней структурой государственной корпорации Росатом. Государство оказывает прямую поддержку Атомэнергопрому, в частности, в виде вливаний в уставный капитал и предоставляемых налоговых льгот.
- ▶ **Добыча урана – ставка на рост сырьевой базы.** Объем производства добывающего сегмента Атомэнергопрома в прошлом году вырос на четверть благодаря покупке новых активов за рубежом, а том числе профинансированных из средств бюджета РФ. Холдинг полностью обеспечивает потребности в урановом сырье из собственных источников. При этом конъюнктура на мировом рынке урана в ближайшие 5 лет, вероятно, будет благоприятной для внешних продаж, объем которых может вырасти по мере наращивания добычи.
- ▶ **Обогащение и производство топлива – долгосрочный спрос на мировых рынках.** Заводы Атомэнергопрома обеспечивают 40% мировых мощностей по обогащению урана, при этом используя наиболее эффективную технологию. Бизнес услуг по обогащению строится на основе долгосрочных контрактов, что обеспечивает стабильный денежный поток. В сегменте производства топлива гарантией спроса является большое число действующих реакторов «российского» образца в мире, а также их новое строительство.
- ▶ **Генерация электроэнергии: стабильный высокомаржинальный бизнес.** Атомные электростанции функционируют в режиме «базовой загрузки», что обеспечивает стабильную динамику выработки и наиболее высокий по сравнению с другими видами генерации показатель загрузки мощностей. При этом атомная генерация является одной из наиболее эффективных с точки зрения операционных затрат, что обеспечивает высокую норму прибыли. Дополнительный рост рентабельности обеспечивает увеличение продаж на свободном рынке электроэнергии.
- ▶ **Инвестиционная программа: внушительный масштаб, но риски существенного роста долга не велики.** Согласно утвержденной Правительством РФ программе, объем инвестиций Атомэнергопрома в 2009 – 2015 гг. может составить порядка 1,8 трлн руб. В то же время заметная часть из этой суммы будет профинансирована из бюджета, а объем необходимых собственных средств не выглядит чересчур агрессивно относительно денежных потоков Холдинга. Мы полагаем, что реализация инвестпрограммы не потребует существенного роста левиреджа.
- ▶ **Финансы: высокая норма прибыли + низкий уровень долговой нагрузки.** Доступные аудированные консолидированные данные по РСБУ позволяют сделать вывод о высоком кредитном качестве Атомэнергопрома, главным образом благодаря существенным масштабам бизнеса (выручка около 11 млрд долл. в 2009 году), высокой рентабельности и низкого уровня кредитного плеча.



## Атомэнергопром – вертикально интегрированный холдинг глобального масштаба

*Атомэнергопром – вертикально интегрированный холдинг, объединяющий «гражданские» предприятия атомной отрасли: от добычи и обогащения урана до производства электроэнергии и строительства АЭС*

ОАО «Атомэнергопром» (BBB-/-/-) представляет собой вертикально интегрированный холдинг, созданный в 2007 году для консолидации гражданских активов российской атомной отрасли. Под управлением Атомэнергопрома – компании, представляющие всю цепочку бизнеса в атомной промышленности: от добычи урановой руды и обогащения до производства электроэнергии, строительства новых атомных электростанций и оборудования для них. Вертикально интегрированная структура обеспечивает Атомэнергопрому независимость от поставщиков сырья и услуг по обогащению урана.

Ключевыми направлениями бизнеса, с точки зрения вклада в консолидированную выручку Холдинга, являются:

- ▶ **Добыча урана** (ОАО «Атомредметзолото» и дочерние производственные компании). Добывающий сегмент бизнеса Атомэнергопрома является вторым крупнейшим в мире по запасам урана и пятым – по объему годового производства.
- ▶ **Разделительно-сублиматный комплекс, обогащение урана и производство ядерного топлива** (ОАО ТВЭЛ и дочерние компании). На долю предприятий холдинга приходится 40% мировых мощностей по обогащению урана и 17% глобального рынка ядерного топлива.
- ▶ **Генерация электроэнергии на АЭС** (ОАО «Концерн Росэнергоатом»). Входящий в холдинг Концерн Росэнергоатом – крупнейший производитель электроэнергии в России, занимает второе место после РусГидро по установленной мощности. В мировом масштабе Росэнергоатом является второй крупнейшей компанией по количеству и совокупной мощности атомных реакторов, после французской EDF.

Атомэнергопром: основные компании и элементы производственной цепочки



Источник: данные компании



## Сильная поддержка со стороны государства

Атомэнергопром входит в список «стратегических» предприятий и является 100%-ной дочерней структурой государственной корпорации Росатом, объединяющей в своем составе также военную часть атомной промышленности, научно-исследовательскую базу и ряд прочих направлений, в том числе энергетические активы «не атомного» характера (крупный пакет акций ОАО «Интер РАО ЕЭС»). Гражданская атомная отрасль находится в сфере стратегических государственных интересов – что подтверждается существенным объемом получаемой Холдингом государственной поддержки.

*Сильная поддержка со стороны государства в виде прямых вливаний в уставный капитал и налоговых льгот*

В частности, государство осуществляет вливания средств в уставный капитал корпорации Росатом в рамках утвержденной в 2008 году «Программы развития атомного энергопромышленного комплекса на 2009 – 2015 гг.», существенная часть которых через увеличение капитала направляется Атомэнергопрому и расходуется на строительство новых энергоблоков АЭС (подробнее мы остановимся на описании инвестиционной программы Холдинга далее, в разделе «Инвестиционная программа»). Помимо энергетического сегмента, государство активно участвует в развитии сырьевого комплекса атомной отрасли – в прошлом году из средств федерального бюджета (через вливание капитала в Росатом, и, в дальнейшем, в ОАО Атомредметзолото) были профинансированы расходы АРМЗ на приобретение добывающих урановых активов за рубежом.

Помимо прямых вливаний капитала, Атомэнергопром получает господдержку и в виде предоставляемых льгот по налогу на прибыль. Согласно специальному постановлению правительства, предприятия, эксплуатирующие ядерные производства и объекты (АЭС), ежегодно формируют целевые резервы на обеспечение безопасности, вывод из эксплуатации и развитие атомных станций (отражаются в составе прочих расходов), уменьшающие налогооблагаемую базу.

## Ключевые сегменты бизнеса. Добыча урана – ставка на рост сырьевой базы

*Добывающий сегмент полностью обеспечивает потребности Атомэнергопрома в сырье для производства ядерного топлива*

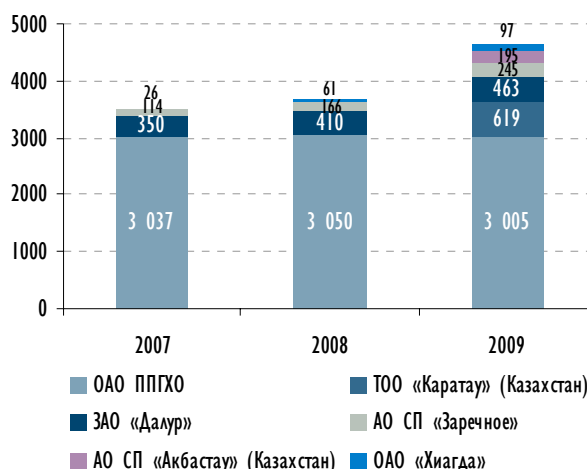
Добывающий сегмент бизнеса Атомэнергопрома (ОАО АРМЗ и дочерние добывающие предприятия) полностью обеспечивает внутренние потребности в сырье для производства ядерного топлива для АЭС. Кроме того, в 2009 году АРМЗ начал поставки уранового сырья на мировой рынок.

Атомредметзолото: запасы урана

Добывающий актив	Статус	Запасы, тU, на 01.01.2010
<b>Россия</b>		<b>494 685</b>
ППГХО	действующее	118 341
Далур	действующее	10 423
Хиагда	строящееся	26 683
Элькон	проектируемое	319 186
Оловская	проектируемое	11 726
Горное-Березовое	проектируемое	7 918
Лунное	проектируемое	408
<b>Казахстан</b>		<b>21 397</b>
Заречное	действующее	9 073
Акбастау	строящееся	12 324
<b>Uranium One*</b>		<b>30 249</b>
<b>Итого</b>		<b>546 331</b>

Источник: Годовой отчет ОАО АРМЗ за 2009 г.  
\*включая ТОО «Каратау»

Атомредметзолото: добыча, тонн урана



Источник: Годовой отчет ОАО АРМЗ за 2009 г.



*Рост добычи на 25% в 2009 году благодаря приобретению новых активов...*

*... профинансированных из средств федерального бюджета*

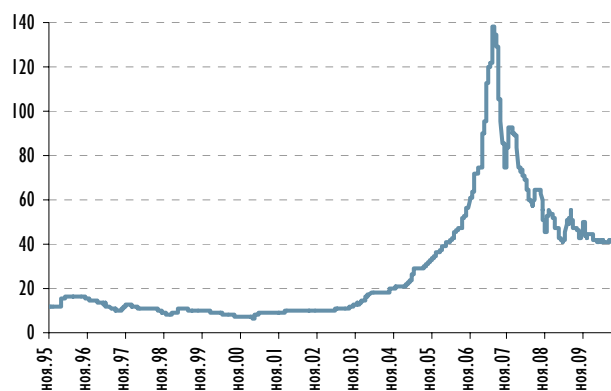
*В перспективе ближайших лет баланс спроса – предложения будет оказывать поддержку ценам на урановое сырье*

АРМЗ показал существенный рост добычи урана в 2009 году, +25% г/г., главным образом обеспеченный реализацией активной M&A стратегии. В прошлом году АРМЗ приобрел ряд добывающих активов в Казахстане, а также около 20% акций добывающей компании Uranium One, ведущей разработку проектов по добыче урана в Казахстане, США, ЮАР и Австралии. Расходы на приобретение были полностью покрыты средствами, выделенными корпорации Росатом из федерального бюджета на увеличение капитала АРМЗ – 64,2 млрд руб.

В долгосрочной перспективе помимо новых приобретений, рост добычи АРМЗ будет обеспечен вводом в строй новых месторождений – в частности, Эльконского в Якутии, одного из крупнейших в мире по запасам.

Мы отмечаем, что по мере роста добычи и увеличения внешних продаж бизнес АРМЗ будет становиться более чувствительным к колебаниям мировых цен на уран, динамика которых последние годы была довольно волатильной. В то же время в перспективе ближайших 5 лет баланс спроса – предложения на рынке, по всей видимости, будет оказывать поддержку ценам на урановое сырье. По данным World Nuclear Association, в 2009 году мировой объем потребления урана более чем на 30% превышал добычу, дефицит покрывался поставками сырья из вторичных источников (запасы, переработка оружейного урана и отработанного топлива). После 2013 года поставки «вторичного» урана сократятся в результате истечения срока договоренностей между США и Россией о переработке высокообогащенного оружейного урана в сырье, пригодное для ядерного топлива. При этом спрос на уран в мире будет расти на фоне ввода новых АЭС.

Закись – окись урана\* ( $U_3O_8$ ), спотовые цены в Европе, долл./фунт



Действующие и планируемые АЭС в мире

	Количество энергоблоков	Мощность, МВт
<b>Действующие реакторы, в т. ч.:</b>	439	374 815
США	104	101 263
Франция	58	63 236
Россия	55	47 348
<b>Строящиеся реакторы, в т. ч.:</b>	59	60 075
Китай	24	26 560
Россия	10	8 960
Южная Корея	6	6 700
<b>Запланированные к строительству реакторы, в т. ч.:</b>	149	163 204
Китай	33	36 910
Индия	20	16 740
Япония	12	16 532

Источник: Bloomberg

Источник: World Nuclear Association

\*базовое сырье ядерно-топливного цикла

## Обогащение – лидер мирового рынка

Атомэнергопром занимает 40% мирового рынка услуг обогащения по суммарной мощности, измеряемой в единицах работы разделения (EPR - комплексный показатель, характеризующий усилие по обогащению определенного количества уранового сырья до определенного уровня, подходящего для производства топлива). Наличие существенных мощностей по обогащению обеспечивает Атомэнергопрому контроль над крупной статьей затрат, по данным WNA, на процесс обогащения урана приходится около половины стоимости производимого топлива.

*Наличие мощностей по обогащению обеспечивает контроль над затратами на дальнейшем этапе ядерно-топливного цикла (производство топлива)*

*Заводы Атомэнергопрома используют наиболее эффективную технологию обогащения урана*

Заводы Атомэнергопрома используют технологию центрифугирования для разделения изотопов урана, которая на настоящий момент является наиболее эффективной с точки зрения энергозатрат (разница в удельных энергозатратах в 40–50 раз по сравнению с конкурирующей газодиффузионной технологией). Это обеспечивает стабильный спрос



*Услуги по обогащению оказываются на основе долгосрочных контрактов, существенная часть которых заключена до 2020 года*

со стороны мировых потребителей ЕРР – энергетических компаний Европы, США и Азиатского региона. При этом важным моментом является долгосрочный характер рынка ЕРР – по комментариям компании, существенная часть контрактов заключена до 2020 года. По данным годового отчета ОАО «Техснабэкспорт», компания, осуществляющей продажи услуг по обогащению на мировом рынке, на конец прошлого года портфель экспортных заказов составлял более 8 млрд долл.

Заметная часть экспортируемого объема обогащенного урана приходится на реализацию заключенного в 1993 году межправительственного соглашения между Россией и США о переработке высокообогащенного урана с содержанием изотопов U-235 около 90%, извлеченного из ядерного оружия, в низкообогащенный уран, пригодный для дальнейшего производства топлива (содержание U-235 менее 5%). Согласно соглашению (соглашение ВОУ-НОУ), до 2013 года должно быть переработано 500 тонн оружейного урана. По оценке World Nuclear Association, это соответствует 15,3 тыс. тонн низкообогащенного урана, или порядка 137 тыс. тонн природного урана (при годовом объеме добычи урана в мире в прошлом году 51 тыс. тонн). Низкообогащенный уран продается энергетическим компаниям в США, в конечном счете Атомэнергопром (в лице компании Техснабэкспорт, оператора по контракту от российской стороны) получает оплату за услуги по переработке высокообогащенного урана в низкообогащенный из бюджета РФ. Хотя конкретные суммы, полученные в рамках данного контракта, не раскрываются, его наличие обеспечивает холдингу еще один стабильный источник дохода и загрузку мощностей по обогащению.

### Производство топлива

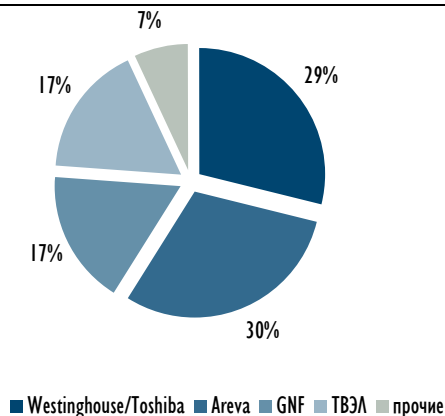
Топливо для ядерных реакторов – конечный продукт ядерно-топливного цикла, имеющий наибольшую добавленную стоимость. Атомэнергопром (через дочернюю структуру, ОАО ТВЭЛ) является основным поставщиком топлива для ядерных реакторов «российского образца», что представляет собой довольно существенную долю рынка (52 действующих реактора в России, странах СНГ, Восточной и Центральной Европе, Китае). Кроме того, совместно с компанией AREVA ТВЭЛ поставляет топливо для реакторов PWR/BWR в страны Западной Европы, а также для исследовательских реакторов.

Производство топлива полностью покрывает собственные потребности АЭС, входящих в состав Атомэнергопрома. При этом «экспортный потенциал» обеспечивается потребностью в топливе существующих АЭС, построенных на российских реакторах, а также новых энергоблоков, возводимых в Индии (АЭС Куданкулам), Болгарии (АЭС Белене) и Иране (АЭС Бушер) компанией Атомстройэкспорт, входящей в состав Росатома.

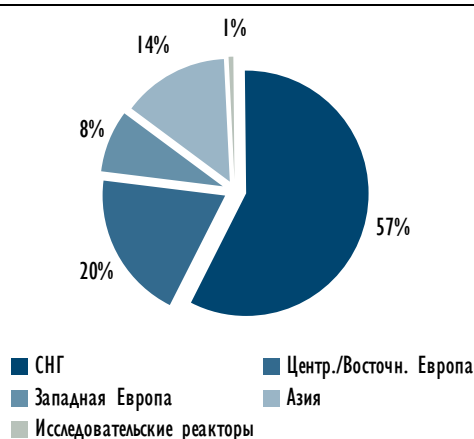
*Атомэнергопром – ключевой поставщик топлива для ядерных реакторов «российского образца» в СНГ, Восточную и Центральную Европу и Азию*

*Залог будущего спроса – текущее строительство АЭС российского дизайна в мире*

Мировой рынок ядерного топлива, 2009 г.



Структура экспортных поставок ТВЭЛ по направлениям, 2009 г.



Источник: данные компании

Источник: Годовой отчет ОАО ТВЭЛ



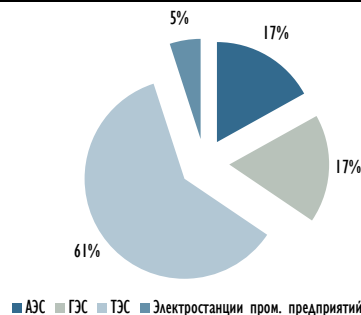
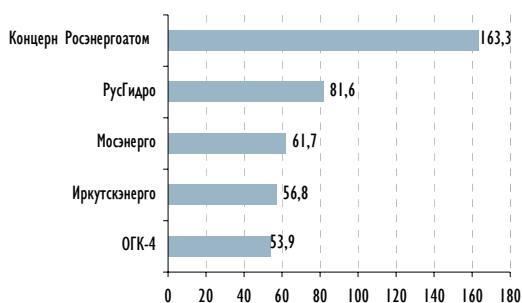
## Генерация: стабильный высокомаржинальный бизнес

**Атомэнергопром — крупнейший производитель электроэнергии в России**

Концерн Росэнергоатом, входящий в структуру Атомэнергопрома и объединяющий все действующие АЭС в России, — крупнейший в стране производитель электроэнергии с объемом выработки в 2009 году более 163 млрд кВтч. По установленной мощности Концерн Росэнергоатом занимал второе место после РусГидро до аварии на Саяно-Шушенской ГЭС: установленная мощность Росэнергоатома на конец прошлого года составляла 24,2 ГВт (РусГидро — 25,4 ГВт, до аварии на Саяно-Шушенской ГЭС). По данным Системного Оператора ЕЭС, в общем объеме производимой в России электроэнергии на долю атомных станций в 2009 году приходилось около 17%.

ТОП-5 генерирующих компаний в РФ по выработке в 2009 г., млрд кВтч

Доля различных генерирующих активов в общей выработке в РФ в 2009 г.



Источник: данные компаний, расчеты ГПБ

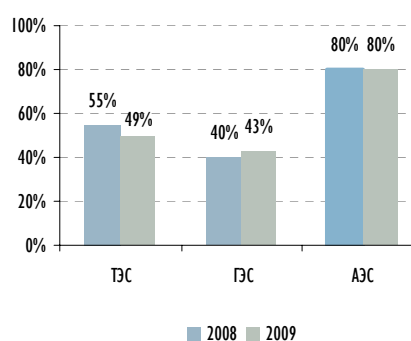
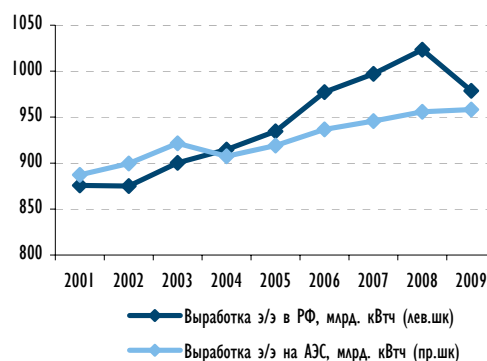
Источник: Системный Оператор ЕЭС

**АЭС работают в режиме «базовой загрузки» и, как следствие, имеют стабильную динамику выработки и высокий показатель загрузки мощностей**

Отличительной особенностью атомной генерации по сравнению с другими видами генерации является практически полное отсутствие чувствительности к балансу спроса/предложения электроэнергии. В силу технических особенностей (большая мощность отдельных энергоблоков и сложности, связанные с их остановкой) АЭС отличаются практически полным отсутствием маневренности, в силу чего имеют статус генерирующих объектов, работающих в режиме «базовой загрузки» — мощности АЭС загружаются в приоритетном порядке. Как следствие, атомные станции имеют довольно стабильную динамику выработки и наиболее высокие показатели КИУМ (коэффициент использования установленной мощности) по сравнению с другими видами генерации.

Выработка электроэнергии в РФ, всего и на АЭС, 2001 — 2009 гг.

КИУМ по ЕЭС России по видам генерации, 2008 — 2009 гг.



Источник: данные компании

Источник: Системный Оператор ЕЭС

В состав Росэнергоатома входят 10 АЭС, расположенные преимущественно в европейской части России и формирующие существенную долю предложения электроэнергии в рамках отдельных энергосистем. Наиболее сильные позиции АЭС занимают в объединенных энергосистемах Центра (37% общей выработки по ОЭС и 25% мощности в 2009 году), Северо-Запада (37% выработки и 27% мощности) и Средней Волги (28% выработки и 15% мощности). Загрузка мощности практически всех станций, за исключением Кольской АЭС и Билибинской АЭС, оперирующих в практически изолированных энергосистемах, в прошлом году была выше 75%.



## Действующие АЭС, входящие в концерн Росэнергоатом

Станция	Мощность, МВт, 2009 г.	Выработка, млн кВт.ч, 2009 г.	КИУМ, 2009 г.	ОЭС	Доля в ОЭС по мощности	Доля в ОЭС по выработке
Балаковская АЭС	4 000	31 299	89%	ОЭС Средней Волги	15%	28%
Белоярская АЭС	600	4 022	77%	ОЭС Урала	1%	2%
Билибинская АЭС	48	168	40%	ОЭС Востока	1%	0%
Ростовская АЭС*	2 000	8 322	95%	ОЭС Юга	6%	12%
Калининская АЭС	3 000	22 147	84%	ОЭС Центра	6%	10%
Кольская АЭС	1 760	9 891	64%	ОЭС Северо-Запада	8%	10%
Курская АЭС	4 000	27 415	78%	ОЭС Центра	8%	12%
Ленинградская АЭС	4 000	26 486	76%	ОЭС Северо-Запада	19%	27%
Нововоронежская АЭС	1 834	12 047	78%	ОЭС Центра	4%	5%
Смоленская АЭС	3 000	21 482	82%	ОЭС Центра	6%	10%
<b>Итого</b>	<b>24 242</b>	<b>163 278</b>	<b>80%</b>		<b>11%</b>	<b>17%</b>

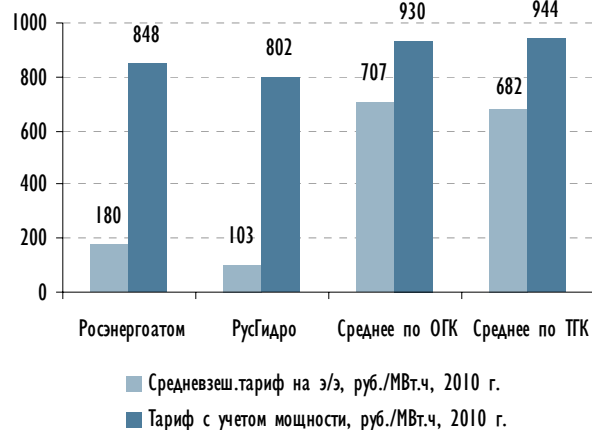
Источник: данные компании

\*с учетом 2-го блока Ростовской АЭС мощностью 1000 МВт, запущенного в декабре 2009 г.

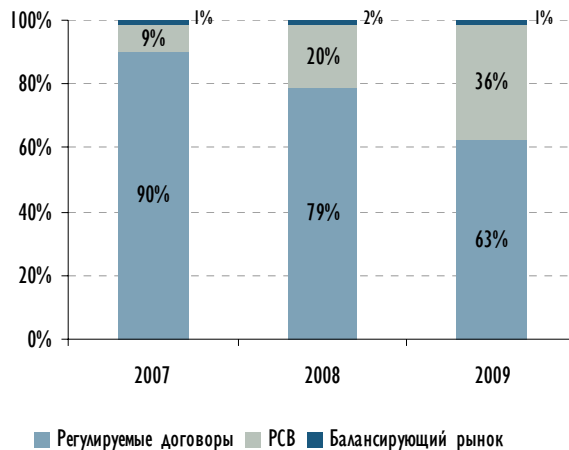
**Атомная генерация — одна из наиболее эффективных с точки зрения операционных затрат**

Атомная генерация является одной из наиболее эффективных с точки зрения операционных затрат, уступая лишь гидрогенерации, что напрямую отражается в низком уровне тарифов на электроэнергию, установленных для АЭС. С другой стороны, АЭС также характеризуются довольно высоким тарифом на мощность на фоне заметно более высоких удельных капитальных расходов по сравнению с тепловыми станциями — по уровню тарифа на мощность АЭС близки к гидрогенерации. В итоге, по уровню среднего тарифа с учетом мощности АЭС выглядит менее конкурентоспособно по сравнению с ГЭС (РусГидро), однако заметно выигрывает ОГК/ТГК.

## Средние тарифы на э/э для различных видов генерации



## Структура реализации электроэнергии



Источник: ФСТ, Расчеты ГПБ

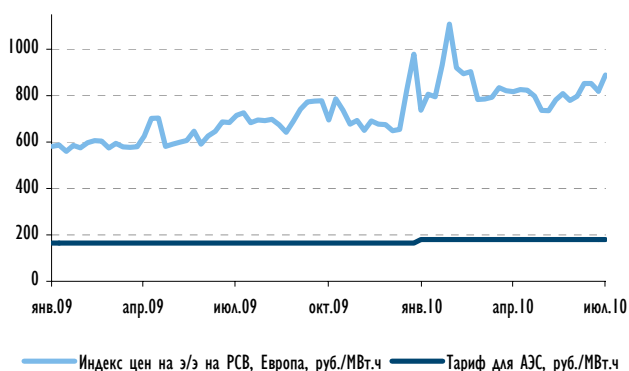
Источник: Годовой отчет ОАО Концерн Росэнергоатом

**Существенные выгоды от либерализации рынка электроэнергии, рост прибыльности бизнеса**

Как следствие низких переменных издержек и относительно низких тарифов, устанавливаемых для АЭС (165 руб./МВт.ч без учета мощности в 2009 году и 180 руб./МВт.ч в 2010 г.), Атомэнергопром получил существенную выгоду от либерализации рынка электроэнергии: даже в условиях кризиса свободные цены на рынке «сутки вперед» в первой ценовой зоне (европейская часть страны) в прошлом году практически не опускались ниже отметки 600 руб./МВт.ч. В 2009 году Холдинг продавал 36% электроэнергии на свободном рынке.



## Тариф на электроэнергию для АЭС и свободные цены на РСВ, Европа, руб./МВт.ч



Источник: ФСТ, АТС

Рост продаж по свободным ценам способствовал росту и без того довольно впечатляющего показателя рентабельности – норма прибыли EBITDA Росэнергоатома в 2009 году выросла с 43% до 53%. По уровню рентабельности Концерн Росэнергоатом в 2009 году уступал лишь Русгидро, заметно опережая другие генерирующие компании. В то же время, сопоставляя Росэнергоатом и ТГК / ОГК с точки зрения нормы прибыли необходимо учитывать, что отчасти разница обуславливается более существенной инвестиционной составляющей в общем тарифе – «обратной стороной» высокой рентабельности является более существенная нагрузка с точки зрения капитальных вложений.

В целом мы отмечаем, что важным преимуществом генерирующего бизнеса Атомэнергопрома по сравнению с ОГК/ТГК является меньшая подверженность выручки и прибыли сезонным и «погодным» факторам и более контролируемые по сравнению с тепловыми станциями топливные издержки, учитывая 100%-ую обеспеченность собственным топливом.

### Инвестиционная программа

Атомэнергопром имеет достаточно масштабные инвестиционные планы, которые в существенной степени определяются принятой в 2008 году «Программой деятельности государственной корпорации «Росатом» на период 2009 – 2015 гг.» (Постановление Правительства РФ от 20 сентября 2008 г. №705).

*40% инвестиционной программы ГК Росатом на 2009 – 2015 гг. планируется профинансировать за счет бюджетных средств*

Согласно принятому документу, общий объем инвестиций ГК Росатом в 2009 – 2015 гг. превысит 2 трлн рублей, из которых около 40% планируется профинансировать из средств федерального бюджета.

Из общей суммы почти 1,8 трлн рублей приходится на Атомэнергопром: преимущественно инвестиции будут направлены на строительство новых энергоблоков АЭС и модернизацию существующих станций. В том числе, почти 1,2 млрд руб. по плану предстоит профинансировать из собственных средств, 606 млрд руб. профинансирует государство.

Объем финансирования по программе деятельности ГК Росатом на 2009 – 2015 гг., млрд руб.

	2009 – 2015 гг.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Всего ГК Росатом, в т. ч.	2 084	258	290	318	322	315	289	292
средства федерального бюджета	820	121	130	148	150	123	83	64
собственные средства	1 264	136	160	170	172	192	206	228
Развитие атомного энергопромышленного комплекса (Атомэнергопром)	1 764	213	244	270	276	267	247	247
средства федерального бюджета	606	87	97	113	119	91	59	40
собственные средства	1 159	126	148	157	158	176	188	207

Источник: Постановление Правительства РФ №705



Планируемые вводы мощностей в 2009 – 2015 гг.

	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Ввод в эксплуатацию мощностей АЭС, МВт	1 000	-	1 000	1 150	1 150	2 030	1 150
Вводимые станции	Ростовская АЭС, энергоблок 2	-	Калининская АЭС, энергоблок 4	Нововоронежская АЭС-2, энергоблок 1	Ленинградская АЭС-2, энергоблок 1	Ростовская АЭС, энергоблок 3, Белоярская АЭС, энергоблок 4	Нововоронежская АЭС-2, энергоблок 2
Общая мощность АЭС, МВт	24 200	24 200	25 200	26 350	27 500	29 530	30 680

Источник: данные компании

*Заложенные объемы финансирования из собственных средств не выглядят агрессивно относительно генерируемых денежных потоков и не должны потребовать существенного роста долговой нагрузки*

Несмотря на довольно внушительные на первый взгляд размеры инвестиционной программы Атомэнергопрома, заложенные объемы финансирования из собственных средств в целом не выглядят чересчур агрессивно относительно денежных потоков Холдинга – согласно консолидированной отчетности по РСБУ, EBITDA Атомэнергопрома в 2009 году составила порядка 168 млрд руб. Мы полагаем, что, при условии сохранения заложенных объемов госфинансирования, Холдингу будет под силу профинансировать запланированные инвестиционные расходы без существенного увеличения долга.

Стоит отметить, что официальная программа не является юридически обязательной к исполнению в полном объеме, а государственные средства, выделяемые на финансирование инвестиций Атомэнергопрома, должны подтверждаться ежегодно в рамках утверждения федерального бюджета. В 2009 году объем бюджетных расходов в рамках программы составил 88,3 млрд руб. (при изначально заложенных 87,2 млрд руб.), а с учетом средств, направленных ГК Росатом на увеличение капитала добывающего подразделения Атомэнергопрома, АРМЗ – 155,2 млрд руб. В 2010 году Холдинг уже получил из бюджета на финансирование программы развития атомного энергопромышленного комплекса средства в размере 53,2 млрд руб.

## Финансовый обзор

Основа текущей структуры Атомэнергопрома была сформирована в 2008 году – как следствие, Холдинг не может похвастаться продолжительной историей финансовых показателей. На настоящий момент для анализа доступна консолидированная про-форма отчетности Атомэнергопрома за 2007 – 2009 гг., позволяющая получить представление о масштабах денежных потоков эмитента. В долгосрочной перспективе Холдинг планирует начать подготовку отчетности по МСФО – по данным компании, первая отчетность по международным стандартам будет доступна инвесторам в 2012 году (по итогам 2011 г.).

Ниже мы приводим основные выводы из доступных консолидированных цифр «про-форма» отчетности РСБУ по итогам 2009 года:

*Консолидированная выручка Атомэнергопрома в 2009 году – около 11 млрд долл., чуть более половины приходится на генерацию электроэнергии*

- ▶ Консолидированная выручка в 2009 году превысила 347 млрд руб. (около 11 млрд долл.). Чуть больше 50% общих продаж формирует выручка генерирующего сегмента бизнеса, около 40% приходится на предприятия ядерно-топливного цикла (добыча урана, обогащение, фабрикация топлива). По сравнению с 2008 годом общая выручка Атомэнергопрома выросла почти на 20% – больше половины прироста, как мы понимаем, обеспечило увеличение продаж Концерна Росэнергоатом (генерация) на фоне роста тарифа и доли реализации электроэнергии на нерегулируемом сегменте оптового рынка.
- ▶ Основные направления бизнеса обеспечивают Атомэнергопрому довольно высокую норму прибыли – рентабельность EBITDA в 2009 году составила 48%. Холдинг не раскрывает структуру EBITDA по сегментам, но, по нашим оценкам, более половины показателя формируется сегментом генерации. В перспективе норма прибыли Концерна Росэнергоатом, как мы полагаем, продолжит расти за счет дальнейшей либерализации рынка электроэнергии – что должно позитивно сказаться на общей рентабельности Атомэнергопрома.

*Высокомаржинальный бизнес: рентабельность EBITDA в прошлом году составила 48%*



Атомэнергпром: выборочные показатели про-форма конс. отчетности по РСБУ, млн руб.

Структура консолидированной выручки про-форма по сегментам, 2009 г.

	2008	2009	Изменение, %
Выручка	291 299	347 240	19%
Себестоимость	-158 742	-161 133	2%
Валовая прибыль	132 557	186 107	40%
ЕВИТДА	105 793	167 566	58%
Чистая прибыль	22 126	63 393	187%
Валовая рентабельность	46%	54%	+8 п. п.
Рентабельность ЕВИТДА	36%	48%	+12 п. п.
Активы	729 468	1 098 520	51%
Ден. средства	35 593	76 951	116%
Капитал	109 043	752 199	590%
Кредиторская задолженность	502 078*	171 334	-66%
Долг	86 224	124 302	44%
Чистый долг	50 631	47 351	-6%
Чистый долг/ЕВИТДА	0,5	0,3	-
ЕВИТ/Чистые проценты	12	10	-



Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

\* в т. ч. 441 млрд руб. — средства от допэмиссии, зарегистрированной после отчетной даты

**Низкий уровень долговой нагрузки: Чистый долг/ЕВИТДА 0,3х**

- Кредитные метрики Атомэнергпрома на конец прошлого года находились на вполне комфортных уровнях – 0,7х в терминах Долг/ЕВИТДА и всего 0,3х Чистый Долг/ЕВИТДА, при абсолютном уровне долга 124 млрд руб. (в том числе 50 млрд руб. — два выпуска рублевых облигаций, размещенных в ноябре прошлого года и досрочно погашенных в мае).
- По состоянию на середину июля общий долг Атомэнергпрома составлял порядка 81 млрд руб., из которых около 60% приходилось на долгосрочные средства. Размещение выпуска облигаций позволит Холдингу улучшить структуру кредитного портфеля, увеличив долю длинных пассивов.

Атомэнергпром: структура долга по состоянию на 15 июля 2010 г.

	Сумма, млрд руб.	Доля, %
Краткосрочный долг	32,0	40%
Долгосрочный долг	48,7	60%
<b>Итого долг</b>	<b>80,7</b>	
в т. ч. рубли	43,0	53%
валюта	37,7	88%

Источник: данные Компании



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44

[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Анна Курбатова**  
+7 (495) 988 23 44  
**Андрей Богданов**  
+7 (495) 913 78 85  
**Транспорт и машиностроение**  
**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихамедов**  
+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+ 7 (495) 980 41 34  
[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+ 7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80

#### Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

#### Трейдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Максим Шашенков**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
[Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru](mailto:Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru)

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11

**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Трейдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.