ЗАКРЫТЬ

ОАО «Атомэнергопром» - История кредитных рейтингов

печатать

ОАО "Атомэнергопром" - кредитный рейтинг

(Перевод с английского)
Дата публикации: 30-11-2009 MSK

Кредитный рейтинг эмитента BBB-/Стабильный/A-3
Рейтинг по национальной шкале
ruAAA

Основные факторы, влияющие на рейтинг

Позитивные:

- очень высокая предполагаемая вероятность предоставления государственной поддержки в стрессовой финансовой ситуации;
- высокий уровень текущей государственной поддержки в форме передачи активов, крупных вливаний в капитал и политической поддержки, включая поддержку при реализации проектов за рубежом;
- вертикально интегрированная бизнес-модель компании, обеспечивающая полный цикл производства в ядерной сфере, и монопольное положение в России;
- сохраняющиеся благоприятные перспективы развития атомной отрасли.

Негативные:

- очень сложная и находящаяся на стадии формирования структура компании, а также непродолжительность присутствия на рынке, поскольку "Атомэнергопром" образован как холдинговая компания только в июле 2007 г.;
- недостаточная прозрачность вследствие отсутствия консолидированной отчетности по МСФО;
- высокий уровень операционных и строительных рисков;
- масштабная программа капитальных расходов, хотя она частично финансируется за счет государственных вливаний в капитал.

Обоснование

Уровень рейтингов российского государственного холдинга Открытое акционерное общество "Атомный энергопромышленный комплекс" (ОАО "Атомэнергопром") отражает нашу оценку очень высокой вероятности получения холдингом своевременной и достаточной поддержки со стороны российского правительства в стрессовой финансовой ситуации. Другими факторами, положительно влияющими на уровень рейтингов, являются регулярные вливания в капитал "Атомэнергопрома" со стороны российского правительства, вертикально интегрированная бизнес-модель компании, обеспечивающая полный цикл производства в ядерной сфере, и гарантированное монопольное положение компании в ядерном сегменте в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: BBB/Негативный/A-3; рейтинг по обязательствам в национальной валюте: BBB+/Негативный/A-2; рейтинг по национальной шкале: ruAAA). Вместе с тем, по нашему мнению, "Атомэнергопром" имеет недостатки в сфере корпоративного управления. Недостаточные прозрачность и предсказуемость обусловлены непродолжительностью присутствия холдинга на рынке и формирующимся характером структуры компании, а также отсутствием консолидированной отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

"Атомэнергопром" был образован 2007 г. в ходе реструктуризации атомной отрасли России, проведенной правительством страны, и является государственным холдингом, консолидирующим гражданские активы атомной промышленности и владеющим акциями порядка 70 различных предприятий, ряд из которых также объединены в субхолдинги. Крупнейшие предприятия в составе "Атомэнергопрома" - Концерн "Росэнергоатом" (рейтинга нет; производитель электроэнергии, имеющий собственные атомные электростанции), заводы по обогащению урана и производству ядерного топлива, инжиниринговые компании и предприятия по производству оборудования для АЭС.

В соответствии с нашими критериями, применяемыми к организациям, связанным с государством, наше мнение об очень высокой вероятности экстренной поддержки со стороны государства основывается на том, что "Атомэнергопром":

- играет очень важную роль для Правительства Российской Федерации. Это мнение основывается на том, что холдинг уже получает поддержку в форме регулярных взносов на увеличение капитала, которые, как ожидается, будут производиться по крайней мере до 2015 г. (как об этом заявлено в государственной программе). "Атомэнергопром" - одна из важнейших организаций, связанных с государством (ОСГ), играющая очень важную роль в российской экономике: компания управляет гражданскими активами атомной отрасли, включая строительство и управление АЭС (16% совокупной выработки электроэнергии в России), добычу урана (по разным оценкам - 9-12% мирового объема) и его обогащение (порядка 45%), а также производство ядерного топлива (17%) в рамках полного ядерно-топливного цикла. В России действуют некоторые ограничения на

частную деятельность в сфере ядерной энергетики. Компания обеспечивает 177 тыс. рабочих мест. Кроме того, "Атомэнергопром" выполняет ряд очень важных контрактов с иностранными заказчиками (на поставки и по обогащению топлива и др.) и, следовательно, является важным инструментом российской внешней политики. Требования к компании по выплате дивидендов очень невелики;
- и имеет очень сильные связи с Правительством Российской Федерации. В соответствии с законодательством правительство полностью владеет "Атомэнергопромом" через государственную корпорацию "Росатом" (рейтинга нет). Вопрос о приватизации основных активов атомной отрасли не ставится - для этого потребовалось бы внесение изменений в законодательство. Деятельность "Атомэнергопрома" тщательно контролируется правительством и в значительной степени направляется "Росатомом" и правительством. Гарантом по запланированному выпуску облигаций холдинга выступит Госкорпорация "Росатом", которая, согласно законодательству, выполняет государственные функции по управлению ядерной энергетикой.

Мы оцениваем собственную кредитоспособность "Атомэнергопрома" на уровне "BB-". Компания имеет вертикально интегрированную бизнес-модель, обеспечивающую полный цикл производства в ядерной сфере, занимает прочное монопольное положение на российском рынке товаров и услуг ядерно-топливного цикла, получает значительную текущую поддержку со стороны государства в форме вливаний капитала и субсидирования процентных ставок, а также благоприятной дивидендной политики. "Атомэнергопром" имеет высокую (в сравнении с другими аналогичными российскими компаниями) рентабельность производства электроэнергии в России, и Standard & Poor's ожидает дополнительных выгод в связи с либерализацией рынка. Кроме того, у компании сильные позиции на мировом рынке в сегментах добычи, конверсии, обогащения урана и производства тепловыделяющих элементов в сравнении с иностранными конкурентами. Мы также видим благоприятные перспективы развития мировой ядерной отрасли.

Наряду с этим отмечаются сохраняющаяся слабость корпоративной структуры и короткая история контроля над дочерними предприятиями, недостаточные прозрачность и предсказуемость, что обусловлено непродолжительностью присутствия компании на рынке и еще не сформировавшейся корпоративной структурой (холдинг в его нынешней форме существует менее двух лет), высокий информационный риск, связанный с отсутствием консолидированной отчетности по МСФО, а также повышенный уровень операционных, технических и строительных рисков.

У "Атомэнергопрома" имеется масштабная программа капитальных расходов, выполнение которой, по всей видимости, приведет к накоплению некоторого долга в 2009-2010 гг. Впрочем, существует государственная программа, из которой следует, что порядка 40% капитальных расходов компании в 2009-2015 гг. будет финансироваться за счет государственных вливаний капитала.

Ликвидность и краткосрочные факторы кредитоспособности

Уровень ликвидности "Атомэнергопрома" оценивается как слабый для данной рейтинговой категории (по состоянию на 19 ноября - до размещения облигаций). По данным холдинга, на 19 ноября 2009 г. денежные средства на счетах составляли 73 млрд руб. (2,5 млрд долл.), а долг, преимущественно краткосрочный, - 86 млрд руб.

Кроме того, у компании есть несколько кредитных линий, открытых прежде всего Банком ВТБ (BBB/Негативный/A-3; ruAAA), Сбербанком (нет рейтинга) и Газпромбанком (BB/Стабильный/B; ruAA), объемом 50 млрд руб. Большинство кредитных линий имеют сроки погашения в 2010 г., а крупнейшая из них (на 17 млрд руб.) действует до июня 2010 г.

С учетом текущего графика погашения можно сказать, что указанные источники ликвидности с лихвой покрывают все долговые обязательства холдинга со сроками погашения, наступающими до середины 2010 г.

Мы ожидаем, что ликвидность компании существенно улучшится и достигнет достаточного уровня после размещения в ноябре 2009 г. первой части (объемом 50 млрд руб.) выпуска среднесрочных облигаций на сумму 195 млрд руб., что позволит до конца года погасить значительную часть краткосрочного долга и улучшить структуру долговых обязательств.

Благоприятным для компании фактором является наличие сложившихся отношений с государственными российскими банками, благодаря чему "Атомэнергопром" имеет крупные неподтвержденные кредитные линии. Впрочем, мы не рассматриваем эти линии как легкодоступный источник ликвидности для компании.

Госкорпорация "Росатом" внедряет централизованную систему управления финансовыми потоками дочерних предприятий (она распространяется и на ОАО "Атомэнергопром"), которая, по плану, должна вступить в действие до конца 2010 г. и будет способствовать дальнейшему укреплению позиции ликвидности холдинга "Атомэнергопром".

Прогноз

Прогноз "Стабильный" отражает наши ожидания того, что российское правительство будет продолжать оказывать "Атомэнергопрому" существенную текущую поддержку. При этом мы не ожидаем никаких изменений в государственной политике или в законодательстве, способных поставить под сомнение наши ожидания очень высокой вероятности государственной поддержки компании в случае возникновения финансовых трудностей или предполагающих ослабление ныне значительной текущей поддержки в ближайшие несколько лет.

Негативные рейтинговые действия в отношении суверенного правительства не обязательно повлекут за собой аналогичное рейтинговое действие по "Атомэнергопрому" - при условии, что наша оценка вероятности экстренной государственной поддержки компании не изменится.

Возможность повышения рейтингов появится в том случае, если компания в соответствии с нашими ожиданиями значительно снизит уровень информационного риска, влияющего на ее рейтинги, посредством введения отчетности по МСФО (ожидается в 2010 г.). Повышение прозрачности и предсказуемости и завершение процесса реструктуризации, которые позволят улучшить систему корпоративного управления, повысить подотчетность дочерних предприятий, укрепить ликвидность и инвестиционный менеджмент, также могут позитивно сказаться на рейтинге.

Отсутствие положительных изменений в структуре долга, ухудшение позиции ликвидности и (или) более агрессивное, чем ожидается в настоящее время, накопление долга могут стать причинами понижения уровня собственной

кредитоспособности и, соответственно, рейтингов компании. Кроме того, негативное влияние на уровень рейтингов может оказать изменение нашей оценки вероятности экстренной государственной поддержки "Атомэнергопрома", например в результате дальнейшей реструктуризации отрасли, сопровождающейся уменьшением значимости и роли холдинга для правительства, или по другим причинам.

Государственная собственность и методология присвоения рейтингов

Мы считаем "Атомэнергопром" компанией, связанной с государством, которая имеет очень высокую вероятность получения экстренной поддержки со стороны Правительства Российской Федерации. Мы оцениваем "Атомэнергопром" как компанию, играющую очень важную роль в экономике и имеющую очень прочные связи с Правительством Российской Федерации.

Очень важная роль компании

Холдинговая компания "Атомэнергопром" - одна из важнейших ОСГ для российского правительства, играющая очень важную роль в российской экономике (см. также раздел "Общие сведения о компании"). Компания управляет гражданскими активами атомной отрасли, включая строительство и управление АЭС (16% совокупной выработки электроэнергии в России, до 35-40% в некоторых российских регионах, в частности в Северо-Западном регионе европейской части России), добычу урана (9% мирового объема) и его обогащение (45% мирового рынка), а также производство ядерного топлива (17%) в рамках полного ядерно-топливного цикла. В России действуют некоторые ограничения на частную деятельность в сфере ядерной энергетики. Компания обеспечивает около 177 тыс. рабочих мест на всех дочерних предприятиях, что составляет около 0,25% общей занятости в России.

"Атомэнергопром" является важным инструментом российской государственной политики в гражданском сегменте атомной отрасли. Развитие ядерных технологий было объявлено одним из основных приоритетов правительства в ходе реструктуризации российской экономики, о чем говорится в "Программе антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год", принятой в июне 2009 г., а также в недавнем заявлении Комиссии по модернизации и технологическому развитию экономики России при Президенте Российской Федерации.

Основные цели "Атомэнергопрома" (в том числе поставленные правительством перед собственником компании, Госкорпорацией "Росатом"):

- безопасность поставок электроэнергии;
- ядерная безопасность;
- инновационное развитие гражданской атомной отрасли России.

В соответствии с этими задачами правительство ожидает, что объем выработки электроэнергии на АЭС к 2015 г. увеличится на 45% по сравнению с 2008 г., а общая доля производства электроэнергии на АЭС в России вырастет с 16% в настоящее время до 18,6% к 2015 г. и до 25-30% к 2030 г., обеспечивая поддержку экономического роста и повышение уровня диверсификации за счет уменьшения доли электроэнергии, генерируемой на газовых электростанциях.

"Атомэнергопром" (через ряд дочерних компаний) является важным инструментом российской внешней политики, поскольку осуществляет реализацию проектов в Китае, Индии и других странах Азии, в Восточной Европе, а также обеспечивает ряд важных поставок в Западную Европу и США (в основном в рамках международных соглашений). Это придает большое значение репутационному аспекту деятельности компании для российского правительства, поскольку все контракты "Атомэнергопрома" и "Росатома" на строительство атомных станций и долгосрочные поставки топлива могут подвергаться риску в случае неисполнения обязательств по долгу. Кроме того, на иностранные активы (в частности, на недавно приобретенные крупные месторождения урана в Казахстане, Канаде и других странах), контролируемые дочерними компаниями "Атомэнергопрома" и (или) "Росатома", может быть наложен арест в случае неисполнения обязательств по погашению долга, что еще больше повышает значение ожидаемой гарантии "Росатома" по запланированному выпуску облигаций холдинга.

Очень сильные связи с правительством

"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, Госкорпорация "Росатом", является правопреемником упраздненного Федерального агентства по атомной энергии и была образована в соответствии с федеральным законом. "Росатом" на 100% принадлежит государству и имеет статус государственной корпорации, деятельность которой не нацелена в первую очередь на получение прибыли. В отношении Госкорпорации "Росатом" применяется особый режим банкротства (банкротство возможно только в соответствии со специальным законом, который должен быть принят Государственной Думой); корпорация является инструментом государственной политики в атомной отрасли в целом. В соответствии с законодательством "Росатом" - единственная государственная корпорация, которая осуществляет полномочия органов государственной власти.

В течение 2008 г. ряд дочерних предприятий был передан от "Росатома" "Атомэнергопрому" в форме взносов в капитал. В настоящее время процесс консолидации активов почти завершен, хотя несколько второстепенных дочерних компаний еще не переданы, а консолидированная система корпоративного управления пока не сформировалась.

Российское правительство тщательно контролирует атомную отрасль, а любая частная деятельность в области применения ядерных технологий должна быть утверждена правительством. Существует утвержденный Указом Президента Российской Федерации перечень предприятий, которым разрешено иметь в собственности ядерные материалы и активы. Кроме того, вся деятельность в этой области - за исключением деятельности организаций Министерства обороны Российской Федерации - подлежит лицензированию "Росатомом". В отношении всей атомной отрасли должен применяться особый режим банкротства (по информации, имеющейся у аналитиков Standard & Poor's, он еще не проверен на практике): соответствующие предприятия должны обеспечивать полный государственный контроль над ядерными активами, правительство имеет преимущественное право приобретения активов. Все сделки, приводящие к передаче ядерных материалов и активов предприятиям, не включенным в утвержденный Президентом

Российской Федерации перечень, объявляются ничтожными в соответствии с законодательством. Приватизация "Атомэнергопрома" в краткосрочном и среднесрочном периоде не планируется и в соответствии с законодательством должна быть утверждена Указом Президента Российской Федерации.

Деятельность "Атомэнергопрома" тщательно контролируется правительством через "Росатом" и напрямую

В Совет директоров "Атомэнергопрома" входят четыре представителя "Росатома" (в том числе глава "Росатома" Сергей Кириенко, который занимал должность Председателя Правительства Российской Федерации в 1990-х гг.) и Директор "Атомэнергопрома". Генеральный директор "Росатома" назначается Президентом Российской Федерации, назначение других руководителей также полностью контролируется правительством. В соответствии с законодательством глава "Росатома" Сергей Кириенко имеет право присутствовать на всех заседаниях Правительства Российской Федерации.

"Атомэнергопром" представляет в том числе еженедельную финансовую отчетность в "Росатом", который тщательно контролирует финансовое положение компании (денежные средства, объем долга, кредиторскую задолженность и др.) и принимаемые в этой области решения.

Сильная текущая поддержка со стороны государства

"Атомэнергопром" получает от государства очень сильную текущую поддержку в различных формах; ожидается, что компания будет получать поддержку в среднесрочной перспективе.

"Атомэнергопром" включен правительством в перечень "стратегических предприятий", что способствует получению государственной поддержки в различных формах.

Вливания капитала

Вливания капитала в гражданские предприятия атомной отрасли остаются одним из приоритетных направлений государственных расходов в среднесрочном плане. Государство утвердило для "Росатома" Программу развития атомного энергопромышленного комплекса на 2009-2015 гг., в которой определены стратегические цели корпорации. Программа предусматривает капиталовложения из бюджета в объеме 819 млрд руб. (программа должна быть скорректирована на инфляцию и не является юридически обязательной в полной мере, поскольку зависит от ежегодного подтверждения в рамках утверждения бюджета). Основная часть этих капиталовложений направляется в "Атомэнергопром".

Таблица 1. Бюджетные капиталовложения: Программа развития энергопромышленного комплекса Госкорорации «Росатом» в 2009-2015 гг.

(Млрд руб.)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капиталовложения в обеспечение безопасности	12,2	13,2	13,7	14,4	15	15,8	16,5
Строительство новых атомных станций	87,4	96,8	113	118,8	90,8	58,8	40
Инновации (НИОКР)	5,7	3,7	3,6	3,9	3,9	4	4,1

Доля вливаний в капитал "Росатома", направляемая "Атомэнергопрому", определяется Наблюдательным советом "Росатома", в состав которого входят несколько представителей государства. По характеру деятельности "Атомэнергопром" имеет право на получение всей доли средств, предназначенных на строительство новых атомных электростанций.

Мы ожидаем, что правительство удовлетворит потребности программы, о чем свидетельствует политика на 2008-2009 г. В 2008 г. компании, теперь входящие в "Атомэнергопром", получили из бюджета 56,9 млрд руб. На 2009 г. государство первоначально запланировало 73,3 млрд руб. на финансирование программы капиталовложений ОАО "Росэнергоатом" (строительство новых атомных станций), что немногим менее объема программы на 2009-2015 гг., но увеличило эту сумму еще на 15 млрд руб. в сентябре 2009 г., когда дополнительные средства бюджета на 2009 г. распределялись между получателями.

Государство (через Госкорпорацию "Росатом") также приняло на себя обязательство предоставить 50 млрд руб. напрямую Урановому холдингу "АРМЗ" (предприятию по добыче урана), которые должны быть полностью предоставлены до конца 2009 г. В сентябре 2009 г. эта сумма была увеличена еще на 15 млрд руб. - до 65 млрд. Дальнейшие вливания в капитал по-прежнему зависят от ежегодных решений, касающихся бюджета, но программа входит в число основных приоритетов, о чем свидетельствует увеличение финансирования в течение 2009 г.

Инвестиционные налоговые льготы

"Атомэнергопрому" предоставляются особые льготы по налогу на прибыль для финансирования капиталовложений в системы обеспечения безопасности, выбытия активов и развития атомных станций. По оценкам, в 2009 г. общая сумма льгот превышает 12,7 млрд руб., в основном они предоставляются "Росэнергоатому" (12,2 млрд руб. - льгота по налогу на прибыль на объем резервов для осуществления капиталовложений) - оператору атомных станций.

Субсидии

Субсидии (985 млн руб. АЭС на Чукотке) предоставляются для компенсации неблагоприятного тарифного регулирования в некоторых удаленных регионах.

Субсидирование процентных ставок для экспортеров предоставляется в рамках государственной стратегии экономической диверсификации: в 2009 г. дочерние компании получили около 1,3 млрд руб.

Поддержка долговой политики

"Атомэнергопром" имеет очень хороший доступ к финансированию от государственных банков.

Гарантом по запланированному выпуску облигаций холдинга (195 млрд руб. сроком на пять лет) выступит

государственная корпорация "Росатом". Эта гарантия имеет очень большое значение для правительства, поскольку "Росатом" контролирует важные активы вне атомной отрасли, в том числе экспортера энергии "ИнтерРАО", а также активы за рубежом (в частности, месторождения урана, недавно приобретенные Урановым холдингом АРМЗ). Необходимость погасить гарантию или невыполнение "Росатомом" обязательства по гарантии могут привести к утрате этих активов, что может быть очень неблагоприятным фактором для правительства.

Минимальные требования о выплате дивидендов

Стратегия государства до настоящего времени заключалась в поддержке холдинга "Атомэнергопром" при помощи минимальных требований о выплате дивидендов. Прибыль компании считается источником реинвестирования в активы "Атомэнергопрома" и финансирования инвестиционных программ, которое необходимо в соответствии с государственной политикой.

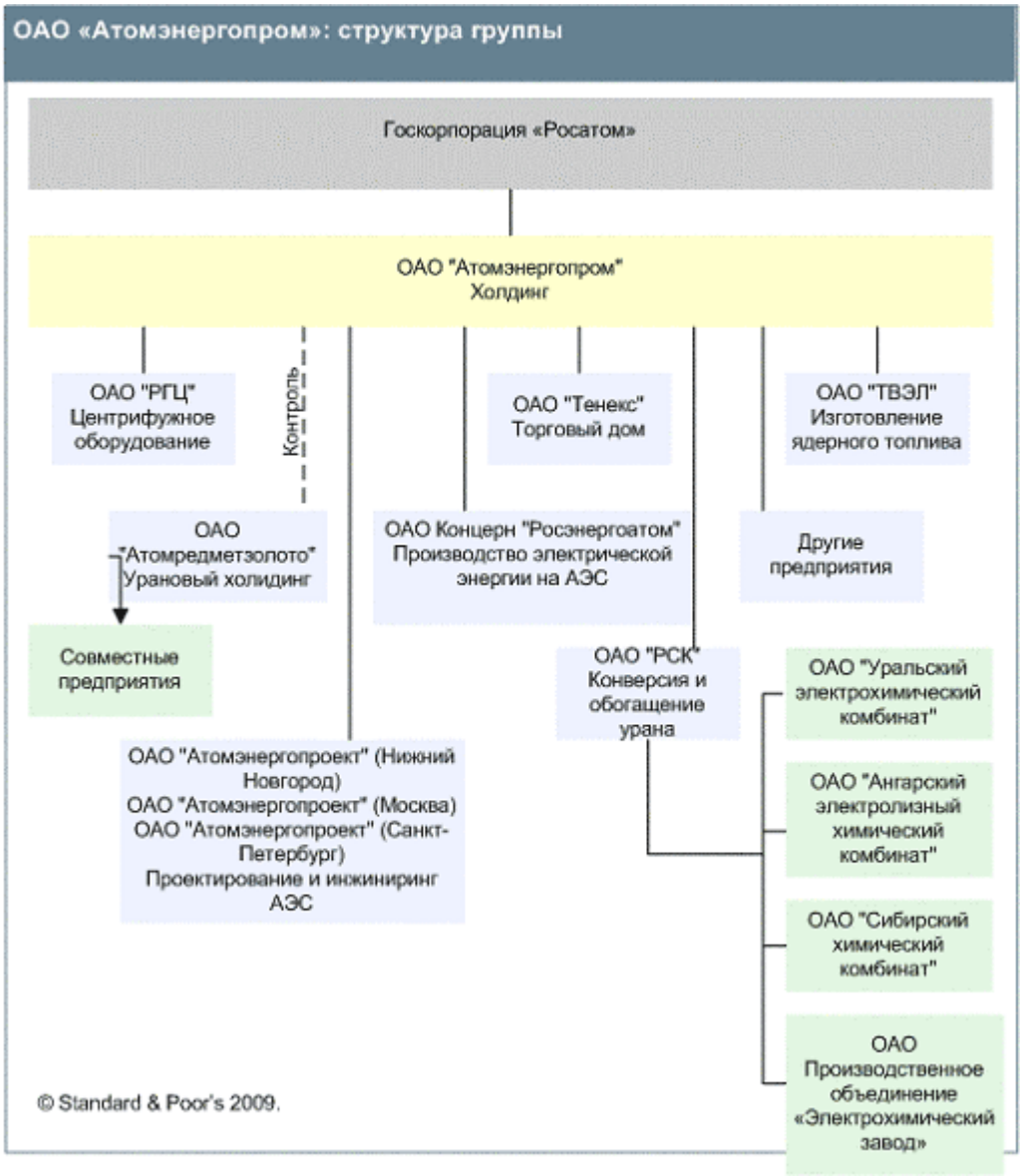
У государства не сформирована долгосрочная политика в отношении дивидендов "Атомэнергопрома". Текущая политика остается благоприятной для компании с точки зрения кредитоспособности: в 2008 г. "Атомэнергопром" выплатил дивиденды в размере всего 1,1 млрд руб. и, как ожидается, в 2009 г. выплатит лишь около 3 млрд руб. В настоящее время все дочерние компании "Атомэнергопрома" обязаны выплачивать в качестве дивидендов в среднем 25% прибыли, при этом часть этих дивидендов "Атомэнергопром" направляет "Росатому" - в том числе на финансирование административно-хозяйственных расходов. "Атомэнергопром" не рассматривается как источник финансирования других видов деятельности "Росатома".

Общие сведения о компании

"Атомэнергопром" - холдинговая компания, которая является 100%-ной дочерней структурой государственной корпорации "Росатом". "Атомэнергопром" представляет собой вертикально интегрированную группу компаний и консолидирует гражданские активы российской атомной промышленности, в том числе все технические этапы ядерного цикла - от добычи урана до генерирования электроэнергии на атомных станциях.

"Атомэнергопром" управляет гражданскими активами атомной отрасли, включая: строительство и управление АЭС (суммарная установленная мощность 23,2 гигаватт; 16% совокупной выработки электроэнергии в России и до 35-40% в некоторых российских регионах, в частности в Северо-Западном регионе европейской части России), добычу урана (по разным оценкам, - 9-12% мирового объема) и его обогащение (45% мирового объема), а также производство ядерного топлива (17%) в рамках полного ядерно-топливного цикла. В России действуют некоторые ограничения на частную деятельность в сфере ядерной энергетики. Все дочерние предприятия компании обеспечивают 177 тыс. рабочих мест, что составляет около 0,25% общей занятости в России.

Диаграмма 1



Профиль бизнес-рисков: удовлетворительный благодаря вертикально интегрированной деятельности в атомной промышленности, однако подверженный высоким техническим и строительным рискам

Положительное влияние на показатели "Атомэнергопрома" оказывает вертикально интегрированная бизнес-модель компании, обеспечивающая полный цикл производства в ядерной сфере, и монопольное положение в России, а также сохраняющиеся благоприятные перспективы развития атомной отрасли.

Таблица 2 ОАО "Атомэнергопром": управленческая отчетность, 2008 г.

(млн руб.)	Обогащение урана	Производство топлива	Генерация электроэнергии	Прочее	Внутрисегментные обороты	Всего
Выручка	90494	60099	151636	74174	(85917)	290486
EBITDA	28407	13689	70806	9341	(13003)	109241
Капитальные расходы	11549	8382	118918	4831	Н/Д	143680
Маржа по EBITDA (%)	31,39	22,78	46,69	12,59	Н/Д	37,61
Источник: управленческая отчетность ОАО "Атомэнергопром". Н/Д - нет данных.						

В 2008 г. правительство утвердило Генеральную схему размещения объектов электроэнергетики до 2020 г., в которой определены общие принципы развития отрасли и план первоочередных мероприятий. В соответствии с данной схемой доля гидроэнергетики и атомной энергетики в общей выработке электроэнергии должна увеличиваться за счет сокращения доли теплогенерации.

Одним из основных факторов риска является негативное воздействие в случае аварии на атомном объекте.

Сегмент добычи ядерного сырья - важная часть стоимостной цепочки

"Атомэнергопром" контролирует (хотя и не является юридическим собственником) Урановый холдинг "Атомредметзолото" (АРМЗ, рейтинга нет), который объединяет активы по добыче урана в России, Казахстане и имеет ряд совместных предприятий в Канаде, Армении и Намибии. Всю добычу российских месторождений использует группа

"Атомэнергопром", хотя компания намерена начать продажи на внешний рынок с 2010 г., после консолидации пакетов акций своих иностранных дочерних компаний.

Основными положительными сторонами добывающего направления "Атомэнергопрома" являются:

- хорошие позиции в качестве второй в мире уранодобывающей компании по размерам ресурсной базы и пятого по величине в мире производителя уранового сырья;
- благоприятный прогноз спотовых цен на уран и потребление урана;
- монопольное положение в России.

Эти положительные стороны нейтрализуются следующими недостатками:

- масштабные инвестиционные потребности и длительный срок окупаемости капиталовложений;
- затраты на развитие российских месторождений, превышающие средние показатели аналогичных компаний.

Обогащение: имеющаяся у компании передовая технология создает конкурентные преимущества, несмотря на то, что существуют торговые барьеры

Основными положительными сторонами сегмента обогащения являются:

- исключительно высокие барьеры для входа, учитывая ограниченный доступ к технологии: "Атомэнергопром" является одной из трех компаний в мире, имеющих доступ к низкозатратной технологии центрифугирования;
- сильные рыночные позиции в олигополистической и зрелой отрасли обогащения, в которой доля компании составляет, по оценкам, 45% мирового объема (включая обогащение урановых "хвостов" аналогичных компаний);
- портфель долгосрочных контрактов, существенная часть которых рассчитана на период до 2020 г.

Вместе с тем положительное влияние указанных факторов может быть нейтрализовано:

- существующими торговыми барьерами для "Атомэнергопрома". В настоящее время прямой доступ компании на рынки Западной Европы ограничен 25%. Антидемпинговое соглашение ограничивает присутствие "Атомэнергопрома" на рынке США поставками в соответствии с соглашением ВОУ-НОУ;
- сегмент транспортировки ядерных материалов недостаточно развит, что создает подверженность рискам, связанным с услугами третьих лиц.

Производство тепловыделяющих элементов: хорошие рыночные позиции в сегменте реакторов российского типа, однако угроза конкуренции повышается

Положительное влияние на данное направление деятельности "Атомэнергопрома" оказывают следующие факторы:

- как правило, реактор каждого типа традиционно требовал определенного вида тепловыделяющих элементов, что создавало барьер для входа конкурентов на рынок. В настоящее время "Атомэнергопром" занимает монопольное положение на рынках реакторов ВВЭР и РБМК (17% мирового объема производства тепловыделяющих элементов), обслуживая реакторы в Чехии, Китае, Болгарии, Венгрии, Словакии, Армении, Украине и Индии;
- высокая степень предсказуемости контрактных отношений вследствие долгосрочного характера поставок ядерного топлива;
- хорошие перспективы роста в среднесрочном плане, поскольку компания "АтомСтройЭкспорт" (рейтинга нет), которая также входит в структуру "Росатома", занимается строительством пяти ядерных энергоблоков за рубежом, что обеспечивает расширение будущей клиентской базы для "Атомэнергопрома". Одновременно осуществляется строительство девяти АЭС на территории России.

Негативное влияние на указанные преимущества могут оказать:

- существующие торговые барьеры для "Атомэнергопрома", обусловленные международными соглашениями;
- выбор поставщика ядерного топлива, который может быть обусловлен планами диверсификации поставщиков и политическими причинами, что отрицательно скажется на занимаемой "Атомэнергопромом" доле рынка;
- существующие обязательства по своевременной доставке продукции и сопутствующий им контрактный риск.

Генерирование электроэнергии: очень высокая рентабельность в сегменте генерирования, несмотря на наличие масштабной программы капиталовложений

Основными позитивными факторами в сегменте генерации электроэнергии "Атомэнергопромом" являются следующие:

- сильная текущая государственная поддержка в форме вливаний капитала и налоговых льгот. Компания ожидает, что вливания капитала со стороны государства обеспечат финансирование около 40% капитальных расходов в 2009-2015 гг.;
- благоприятные показатели использования мощностей по сравнению с аналогичными компаниями: поскольку объем выработки атомной станции нельзя быстро изменить, коэффициенты использования установленных генерирующих мощностей "Атомэнергопрома" относятся к числу самых высоких;
- ожидается, что положительное влияние дерегулирования рынка электроэнергии на "Атомэнергопром" будет выше среднего благодаря традиционно низким тарифам;
- положительный прогноз генерации электроэнергии на АЭС, поскольку правительство планирует увеличить долю атомной генерации в совокупном объеме производства электроэнергии. Эта стратегия сформулирована в Генеральной схеме размещения объектов электроэнергетики до 2020 г., в которой определены общие принципы развития для строительства новых генерирующих мощностей в среднесрочной перспективе;
- более низкие, чем в среднем по отрасли, операционные затраты и, как следствие, более высокие показатели рентабельности;
- диверсифицированная клиентская база.

Благоприятное влияние этих факторов могут нейтрализовать:

- реализация масштабной инвестиционной программы, предусматривающей расходы по данному направлению деятельности "Атомэнергопрома" в размере 1 430 млрд руб. в 2009-2015 гг. Основная часть этих средств (1 154 млрд руб.) будет направлена на строительство новых генерирующих мощностей на АЭС с целью увеличения объема выработки на 145% - до 234 млрд киловатт-часов в год в 2015 г.;
- операционные риски, присущие генерации атомной энергии;
- риск режима квазирегулирования, введенного в отношении "Атомэнергопрома" органами власти в сегменте производства электроэнергии, несмотря на процесс дерегулирования цен на электроэнергию.

Рентабельность: в целом высокая вследствие низких затрат в сегменте генерации, поддерживается показателями в других сегментах

"Атомэнергопром" демонстрирует более высокие показатели рентабельности по сравнению с аналогичными компаниями благодаря:

- более низким издержкам генерирования электроэнергии на АЭС;
- использованию технологий центрифугирования для обогащения урана, которые являются в 40-50 раз менее энергоемкими, чем технологии газовой диффузии.

На долю генерирования электроэнергии в "Атомэнергопроме" приходится около 65% EBITDA группы. По данным отчетности по РСБУ, рентабельность по EBITDA в этом сегменте составляла 47%, что существенно выше, чем у аналогичных компаний. В ходе дальнейшего дерегулирования рынка электроэнергии "Атомэнергопром" планирует еще больше повысить рентабельность благодаря традиционно низким установленным тарифам, хотя существует риск применения государственными органами режима квазирегулирования в отношении "Атомэнергопрома" в целях контролирования роста цен на электроэнергию.

Вместе с тем результаты отчетности по МСФО могут существенно отличаться от результатов отчетности по РСБУ, что отражено в разделе "Бухгалтерский учет и отчетность".

Профиль финансовых рисков: агрессивный вследствие высокого информационного риска и недостаточно развитой системы корпоративного управления

Основными недостатками профиля финансовых рисков "Атомэнергопрома" являются отсутствие консолидированной финансовой отчетности по МСФО и единой четкой финансовой политики, недостаточный уровень развития корпоративной структуры, короткая история деятельности и несформировавшаяся система контроля.

Бухгалтерский учет и отчетность

В нашем анализе мы использовали предусмотренную законодательством консолидированную финансовую отчетность "Атомэнергопрома" по РСБУ. Отсутствие аудированной консолидированной финансовой отчетности по МСФО создает информационный риск выше среднего уровня, который делает профиль финансовых рисков компании еще более агрессивным.

"Атомэнергопром" планирует подготовить аудированную финансовую отчетность по МСФО за 2009 г., что может способствовать снижению информационного риска.

В нашем анализе мы внесли некоторые корректировки в данные отчетности "Атомэнергопрома" по РСБУ:

- мы исключили капитальные расходы в объеме 91,7 млрд руб. из операционного денежного потока и включили их в капитальные расходы;
- мы перенесли взнос в капитал в размере 458 млрд руб., полученный от Госкорпорации "Росатом", из кредиторской задолженности на дату составления баланса в акционерный капитал;
- мы сторнировали начисленный расход на резерв на развитие (48,4 млрд руб.), поскольку считаем эту величину виртуальной, так как фактические расходы будут относиться к будущим периодам;
- мы перенесли амортизацию в объеме 8,0 млрд руб. из статьи "Расходы на продажу" в статью "Износ и амортизация";
- мы добавили 85,5 млрд руб. обязательств по выбытию активов на основании оценки, сделанной руководством компании.

Мы также использовали показатель EBITDA вместо показателя денежного потока "Атомэнергопрома", поскольку считаем, что показатели денежного потока, основанные на данных отчетности, с меньшей степенью надежности характеризуют способность компании генерировать денежный поток.

Корпоративное управление, готовность к риску, финансовая политика

Мы оцениваем политику руководства компании в отношении рисков как слабую на основании того, что:

- "Атомэнергопром" был образован в 2007 г. и, как следствие, имеет непродолжительную историю деятельности как холдинговая компания;
- у группы отсутствует четкая единая финансовая политика;
- корпоративная структура и системы контроля не окончательно сформировались, поскольку процесс реструктуризации продолжается. "Атомэнергопром" должен объединить еще 11 предприятий.

Руководство "Атомэнергопрома" объявило о разработке среднесрочного плана мероприятий, направленных на снижение указанных рисков, который включает развитие процедур контроля, разработку единой финансовой политики для всех предприятий группы и окончательное оформление структуры группы. Выполнение этого плана может оказать положительное влияние на профиль финансовых рисков "Атомэнергопрома".

Достаточность денежного потока: высокие показатели обеспеченности выплат по долгу денежным потоком,

однако они могут снизиться по мере увеличения долга

Мы ожидаем, что в 2010-2015 гг. "Атомэнергопром" будет генерировать значительный отрицательный свободный операционный денежный поток (FOCF) вследствие реализации масштабной программы капиталовложений, несмотря на то, что около 40% этой программы должно финансироваться за счет государственных средств. Для покрытия этой отрицательной величины FOCF и рефинансирования краткосрочного долга с наступающими сроками погашения "Атомэнергопром" планирует разместить облигации на российском рынке в 2009-2010 гг. в объеме 195 млрд руб.

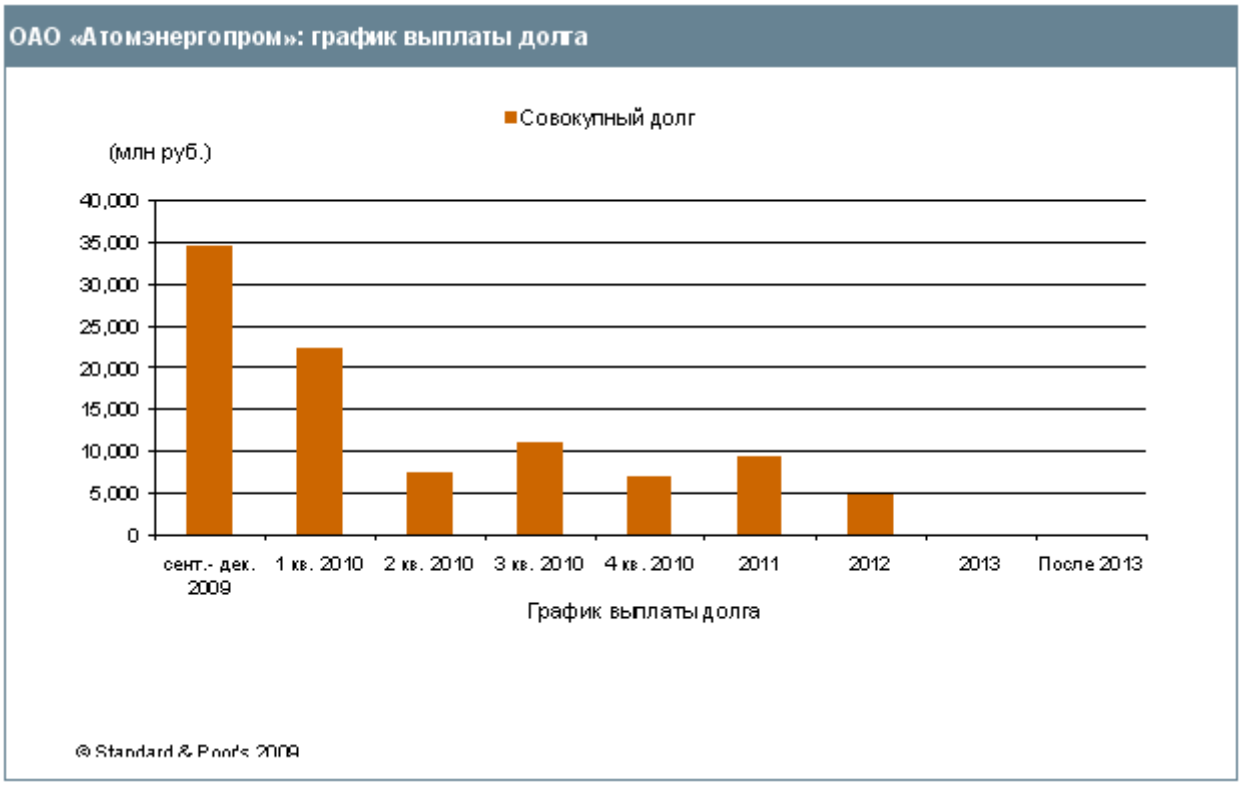
Рейтинги основаны на предположении о том, что показатели обеспеченности выплат по долгу денежным потоком в 2009-2010 гг. снизятся в результате увеличения капиталовложений и выявления дополнительных долговых и аналогичных обязательств после подготовки аудированной консолидированной отчетности по МСФО, но могут остаться достаточными для данного уровня рейтинга: отношение скорректированного долга к EBITDA составит менее 2,5x.

Структура капитала и обеспеченность стоимости активов: невысокий уровень финансового рычага, положительная величина чистого долга, однако предстоит рефинансировать значительный объем краткосрочного долга

В настоящее время компания имеет невысокий уровень финансового рычага по сравнению с объемом выручки и EBITDA: на 1 сентября 2009 г. общий долг составлял 97 млрд руб. Компания имеет положительную величину чистого долга, хотя большинство подтвержденных кредитных линий являются краткосрочными и действуют до 2010 г.

Вместе с тем 78% долговых обязательств компании имеют срок погашения в течение ближайших 12 месяцев и должны быть рефинансированы.

Диаграмма 2



Мы ожидаем, что краткосрочный долг "Атомэнергопрома" будет рефинансирован за счет поступлений от планируемого выпуска облигаций в 2009 г. Ожидается, что уровень долга повысится, но, по нашим оценкам, уровень финансового рычага будет достаточным для данной категории рейтинга и не превысит 28% в 2009-2012 гг.

"Атомэнергопром" подвержен достаточно высокому валютному риску, поскольку 46% общего долга компании номинировано в долларах США. По информации, полученной аналитиками Standard & Poor's от руководства "Атомэнергопрома", валютный риск смягчается только за счет валютной выручки, которую компания будет получать, и благодаря существующим подтвержденным кредитным линиям, номинированным в долларах, объемом 25 млрд руб. (775 млн долл.), при этом в настоящее время финансовые инструменты хеджирования отсутствуют.

Компания не подвержена риску изменения процентной ставки, поскольку все долговые обязательства имеют фиксированную процентную ставку.

**Таблица 3 | ОАО "Атомэнергопром" в сравнении с компаниями аналогичной рейтинговой категории*
Сектор: атомная энергетика**

	ОАО "Атомэнергопром"	AREVA	Urenco Ltd.	ОАО "РусГидро"	ОАО "Нефтяная компания "Роснефть"
Рейтинги по состоянию на 30 ноября 2009 г.	BBB-/Стабильный /A-3	A/ Стабильный/A-1	A-/ Стабильный/A-2	BBB-/Watch Негативный/A-3	BBB-/ Стабильный/--

(млн долл.)	-финансовый год, завершившийся 31 декабря 2008 г.-				
Выручка	9822,5	18393,7	1575,2	3640,7	46985,0
Чистая прибыль	2184,5	821,2	354,3	(674,8)	11120,0
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	3477,5	1046,2	706,7	819,4	12441,6
Капитальные расходы	4856,7	2334,6	1123,3	857,3	8453,0
Долг	5806,7	11208,6	2787,6	1366,1	23744,2
Собственный капитал	19930,1	9727,2	911,3	11602,1	39598,0
Операционная прибыль до износа и амортизации /выручка, %	36,9	7,1	58,3	31,1	36,5
Обеспеченность процентных выплат показателем EBIT, раз	14,6	1,7	6,2	8,8	8,8
Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA, раз	18,0	2,7	8,6	12,3	11,4
Доходность капитала, %	11,3	4,3	18,8	6,7	19,9
FFO/долг, %	59,9	9,3	25,3	60,0	52,4
Долг/EBITDA, раз	1,6	8,5	3,0	1,2	1,4
*Полностью скорректирован (в том числе на величину пенсионных обязательств). Сумма долга скорректирована на величину избыточных денежных средств и инвестиций. Более подробную информацию по каждой компании см. в разделе Analyses в RatingsDirect.					

Таблица 4 | ОАО "Атомэнергопром" - финансовые показатели *

(Млн руб.)	-финансовый год, завершившийся 31 декабря -
	2008
Выручка	290486,0
Чистая прибыль	64604,0
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	102842,0
Капитальные расходы	143630,0
Денежные средства и краткосрочные капиталовложения	35593,0
Долг	171724,0
Привилегированные акции	0,0
Собственный капитал	589403,0
Долг и собственный капитал	761127,0
Обеспеченность процентных выплат показателем EBIT, раз	14,6
Обеспеченность процентных выплат показателем FFO, раз	17,2
FFO/долг, %	59,9
Дискреционный денежный поток/долг, %	(23,8)
Чистый денежный поток / капитальные расходы, %	71,6
Долг /долг и собственный капитал, %	22,6
Доходность капитала, %	11,2
Коэффициент выплаты дивидендов по обыкновенным акциям (нескорректированный), %	0,0
*Полностью скорректированные показатели.	

Кредитные рейтинги (по состоянию на 30 декабря 2009 г.)*
ОАО "Атомэнергопром"

Кредитный рейтинг	BBB-/Стабильный/A-3
Рейтинг по национальной шкале	ruAAA/--/--
История присвоения кредитного рейтинга	
15.10.2009	BBB-/Стабильный/A-3

15.10.2009 Рейтинг по национальной шкале	ruAAA/--/--
Профиль бизнес-риска	Удовлетворительный
Профиль финансового риска	Агрессивный
* Если не указано иное, все рейтинги в отчете даны по международной шкале. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по международной шкале сопоставимы для различных стран. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по национальной шкале имеют отношение к эмитентам и их долговым обязательствам внутри каждой конкретной страны.	

Для получения более подробной информации:
Борис Копейкин, Москва, 7 (495) 783-40-62
Сергей Горин, Москва, 7 (495) 783-41-32
Петер Кернан, Лондон, 44 (207) 176-36-18

Адреса электронной почты аналитиков:
boris_kopeykin@standardandpoors.com
sergei_gorin@standardandpoors.com
Peter_Kernan@standardandpoors.com

Условия использования веб-сайта Standard & Poor's **Конфиденциальность** **Дисклэймер** **Карта сайта**
Copyright (c) Standard & Poor's, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.