Никита ГОЛОЩЕКОВ,
аналитик по high yield-облигациям,
Газпромбанк — Управление активами

Yellow cake от Paladin Energy

Основной объем дефолтов на рынке high yield еврооблигаций из emerging markets в 2014–2015 годы придется на горно-металлургический сектор. Тем не менее среди distressed-эмитентов в данном секторе есть такие, NPV проектов которых существенно покрывает обязательства компании, а значит, даже при переходе кредиторов в статус акционеров держатели облигаций избегут финансовых потерь. Один из таких случаев — облигации компании Paladin Energy, занимающейся производством уранового концентрата (yellow cake, U3O8).

Компания Paladin Energy владеет правом на разработку нескольких урановых месторождений в таких странах, как Австралия, Канада, Намибия и Малави. Из-за падения цен на урановый концентрат с $72 за фунт в начале 2011 года до текущих $36 за фунт, вызванного приостановкой работы атомных электростанций в Японии, компания была вынуждена заморозить все greenfield-проекты. Похожая ситуация наблюдается во всей урановой индустрии.

Месяц назад компания Paladin Energy объявила также о временном прекращении добычи урановой руды на месторождении Kayelekera в Малави, на котором компания в 2013 году произвела 1.4 млн фунтов уранового концентрата. Оставшийся срок разработки месторождения Kayelekera составляет на текущий момент семь лет. Несмотря на успешное снижение себестоимости (C1) в четвертом квартале 2013 года до $33.1 за фунт (–23% год к году), при текущих ценах на урановый концентрат месторождение приносило бы убыток порядка 10–15 млн в год. Для того чтобы месторождение начало генерировать положительный свободный денежный поток, цена на U3O8 должна вырасти до $45 за фунт. Однако менеджмент планирует разморозить Kayelekera только при ценах на урановый концентрат выше $60 за фунт. Тогда Kayelekera будет способна генерировать до $30 млн FCF в год.

Рисунок 1
Цена на урановый концентрат (U3O8), $

Источник: Ux Consulting

Параметры оценки		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Некоторые предположения								
Цена на урановый концентрат	USD / фунт	35	35	60	61	62	64	65
Объем производства	тыс. фунтов	5 500	5 600	5 600	5 600	5 600	5 600	5 600
C1	USD / фунт	25.0	26.0	26.5	27.1	27.6	28.2	28.7
Выручка	USD тыс.	192 500	196 000	336 000	342 720	349 574	356 566	363 697
Себестоимость реализованной продукции	USD тыс.	137 500	145 656	148 569	151 541	154 571	157 663	160 816
Роялти	USD тыс.	5 390	5 488	9 408	9 596	9 788	9 984	10 184
Расходы на реализацию	USD тыс.	6 000	6 242	6 367	6 495	6 624	6 757	6 892
Административные и маркетинговые расходы	USD тыс.	15 000	15 606	15 918	16 236	16 561	16 892	17 230
EBITDA	USD тыс.	28 610	23 008	155 738	158 852	162 029	165 270	168 575
Амортизация	USD тыс.	29 700	29 700	29 700	29 700	29 700	29 700	29 700
EBIT	USD тыс.	–1 090	–6 692	126 038	129 152	132 329	135 570	138 875
Налоговые выплаты	USD тыс.	–327	–2 008	37 811	38 746	39 699	40 671	41 663
Денежный поток от операционной деятельности	USD тыс.	28 937	25 015	117 926	120 107	122 331	124 599	126 913
Капитальные затраты на поддержание производства	USD тыс.	8 500	8 843	9 020	9 201	9 385	9 572	9 764
Свободный денежный поток	USD тыс.	20 437	16 172	108 906	110 906	112 946	115 027	117 149
NPV (2014-2033) ставка дисконтирования, 10%	**USD тыс.**	**760 274**						
NPV (2014-2033) ставка дисконтирования, 15%	**USD тыс.**	**541 731**						

Таблица 1
Оценка NPV проекта Langer Heinrich

На сегодняшний день единственным работающим и генерирующим положительный свободный денежный поток активом компании является месторождение урана Langer Heinrich, расположенное в Намибии (рейтинг страны BBB–). В течение последних пяти лет компания успешно завершила три проекта по расширению мощностей обогатительной фабрики. В результате квартальный объем производства закиси окиси урана на Langer Heinrich вырос с 0.6 млн фунтов в третьем квартале 2008 года до 1.4 млн фунтов в четвертом квартале 2013 года. Оставшийся срок разработки месторождения Langer Heinrich составляет более 20 лет. Себестоимость производства U3O8 в четвертом квартале составила $27.5 за фунт (–7.1% год к году). Компания ожидает, что средняя себестоимость производства в течение срока службы Langer Heinrich должна снизиться до $25 за фунт без учета инфляции.

В начале года компания Paladin Energy договорилась с китайской государственной энергетической компанией China National Nuclear Corporation (CNNC) о продаже 25% доли в Langer Heinrich за $190 млн. Сделка должна быть закрыта в середине 2014 года после ее одобрения регулятором.

По нашим расчетам, месторождение Langer Heinrich было оценено CNNC, исходя из предположения, что средняя цена на U3O8 в течение срока службы месторождения будет находиться на уровне $68 за фунт, или $54 в сегодняшних деньгах. Медианный прогноз цены на U3O8 от участников рынка на 2016–2017 годы составляет $67.5 за фунт. Почему такая оценка не выглядит чересчур оптимистичной?

КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ СЕКТОРА И ЕГО ПЕРСПЕКТИВ

Рынок урана сравнительно небольшой, что иллюстрирует рисунок 2. В отличие от большинства сырьевых рынков баланс спроса и предложения на рынке U3O8 можно достаточно легко спрогнозировать.

По данным World Nuclear Association, ввод в эксплуатацию более 70 новых атомных реакторов по всему миру с совокупной мощностью 68.000 MWe в течение ближайших семи лет приведет к тому, что потребление на U3O8 вырастет с 197 млн фунтов в 2013 году до 264 млн фунтов к 2020 году. Для реализации этого прогноза необходимо также постепенное возвращение в строй около 65% японских реакторов (44.400 MWe), временно закрытых после аварии на АЭС «Фукусима-1». Возобновление работы реакторов может войти в новый энергетический план Японии, который должен быть обнародован уже в конце этого марта. Напомним, что из-за энергодефицита сейчас страна вынуждена импортировать значительное количество сжиженного природного газа (СПГ), потребляя до трети его мирового производства.

Совокупный объем предложения уранового концентрата в 2013 году составил 202 млн фунтов. Около 154 млн фунтов из этого объема пришлось на непосредственных производителей уранового концентрата, в то время как оставшаяся часть была обеспечена вторичным рынком за счет переработки оружейного урана.

На фоне завершения в 2013 году соглашения ВОУ–НОУ (высокообогащенный уран — низкообогащенный уран) о переработке российского оружейного урана в топливо для атомных электростанций США на период 1994–2013 годов объем ежегодного вторичного предложения U3O8 снизится более чем в два раза — с 48 млн фунтов до 26 млн фунтов.

КОМПАНИЯ PALADIN ENERGY ДОГОВОРИЛАСЬ С КИТАЙСКОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ КОМПАНИЕЙ (CNNC) О ПРОДАЖЕ 25% ДОЛИ В LANGER HEINRICH ЗА $190 МЛН

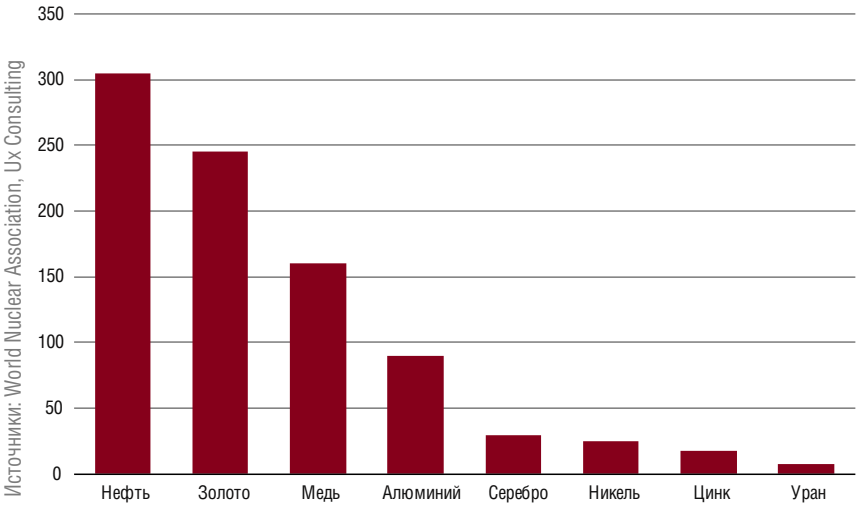


Рисунок 2
Относительный объем рынка уранового концентрата в 2012 г., $ млрд

Для того чтобы покрыть потенциальный дефицит U3O8, который уже в 2017 году может достичь 15 млн фунтов, необходим запуск новых проектов. По расчетам Ux Consulting, для достижения нормы доходности в размере 12.5–20% по новым урановым проектам цена на U3O8 должна вырасти до $60–70 за фунт. Тогда дополнительный ввод мощностей даст рынку до 20 млн фунтов. Дальнейшее увеличение добычи будет целесообразно при цене на U3O8 выше $80 за фунт. Очевидно, что бенефициарами роста цен на U3O8 станут крупнейшие производители урана. Всего 10 компаний в мире производят более 90% уранового концентрата. В их число входит Paladin Energy с долей рынка выше 5%.

ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИИ PALADIN ENERGY

Структура капитала Paladin Energy представлена кредитом в размере $110 млн (имеет статус старшего долга, обеспеченного активами Langer Heinrich), а также двумя выпусками конвертируемых облигаций с погашением в 2015 (объем выпуска — $300 млн) и 2017 (объем выпуска — $274 млн) годах.

После закрытия сделки с CNNC в середине 2014 года объем денежных средств на балансе Paladin Energy должен составить $275 млн. Так как компания заморозила все убыточные при текущей конъюнктуре проекты, сильного давления на ликвидность не предвидится.

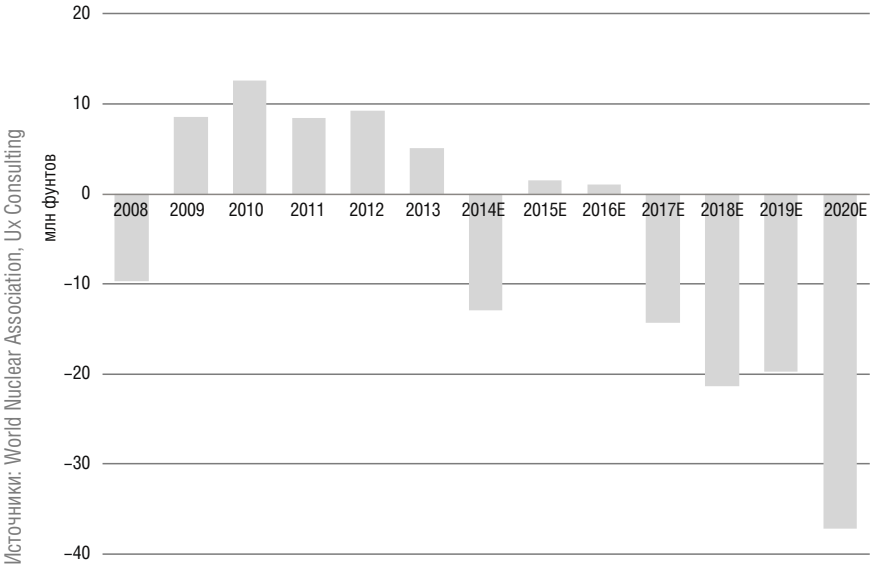
В случае если цена на урановый концентрат в 2014 году будет находиться в пределах $35 за фунт, мы ожидаем, что FCF на уровне холдинга Paladin Energy будет отрицательным и составит $25 млн (с учетом осуществления процентных платежей по облигациям и амортизации кредита в объеме $45 млн). При таком сценарии объем денежных средств на счетах Paladin Energy к концу 2014 года снизится до $260 млн.

Для сохранения ликвидности на уровне $100 млн компания, скорее всего, привлечет $150 млн для погашения выпуска PDNAU-15 объемом $300 млн. Таким образом, общий объем долга с учетом амортизации старшего долга должен снизиться до $515 млн.

Несмотря на слабые кредитные метрики при текущей цене на U3O8, основным критерием для успешного рефинансирования долга будет оценка 75-процентной доли в Langer Heinrich ($570 млн), а также способность компании поддерживать высокий уровень ликвидности. О последнем свидетельствуют успехи по снижению себестоимости производства, своевременное привлечение акционерного капитала (около $100 млн в 2013 году), а также закрытие нерентабельных проектов. Стоит упомянуть и о том, что в 2013 году компания получила предоплату от EdF в объеме $200 млн за поставку уранового концентрата в период с 2019-го по 2024 год. Полученные средства были направлены на погашение конвертируемых еврооблигаций PDNAU-13.

Проактивный менеджмент, ценные активы компании и существенный буфер ликвидности позволяют держателям еврооблигаций рассчитывать на полный возврат средств. Выпуск PDNAU-17 при цене 80% от номинала и доходности более 14% выглядит привлекательно. Среди рисков, присущих данной инвестиции, стоит отметить слабые ковенанты облигаций, возможный отказ от развития атомной электроэнергии со стороны Китая и Японии, срыв сделки с CNNC и существенное распространение метода подземного выщелачивания (ISL), которое может привести к снижению себестоимости производства уранового концентрата у конкурентов.

Рисунок 3
Баланс спроса и предложения на рынке уранового концентрата



Cbonds congress

НАШИ КОНФЕРЕНЦИИ В 2014 ГОДУ

II Форум венчурных инвесторов	15 мая 2014, Москва
V Investfunds Forum – конференция институциональных инвесторов	29–30 мая 2014, Санкт-Петербург
SmallCap Investment Forum	5 июня 2014, Москва
X Украинский облигационный конгресс	11 июня 2014, Киев
XI Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	19–20 июня 2014, Сочи
III Межбанковская конференция «Денежный и вексельный рынок»	12 сентября 2014, Казань
VI Российский конгресс Private Equity	18 сентября 2014, Москва
Синдицированное кредитование в России – 2014	25 сентября 2014, Москва
Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России	9 октября 2014, Москва
Russia Risk Conference 2014	13 ноября 2014, Москва
V Российский M&A Конгресс	19 ноября 2014, Москва
XII Российский облигационный конгресс	4–5 декабря 2014, Санкт-Петербург

www.cbonds-congress.com