

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Наталья Толстошеина
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

РусГидро (BB/Ba2/BB+): нейтральные финансовые результаты за 3К16

Вчера РусГидро опубликовало финансовые результаты по итогам 3К16 и в целом 9М16, которые мы оцениваем как нейтральные. В 3К16 выручка РусГидро выросла на 9.8% г/г до 84.5 млрд руб., EBITDA – на 61.2% г/г до 22.4 млрд руб. В то же время, в 3К16 свободный денежный поток был отрицательным, а долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К16 немного увеличилась к началу квартала и составила 1.7x.

Основными причинами роста выручки компании в 3К16 стали увеличение выработки ГЭС и ГАЭС (гидроаккумулирующими станциями) электроэнергии на 28.4% г/г до 26 млрд кВтч, а также либерализация мощности ГЭС Сибири с 01.05.2016 до 100%. В 3К16 операционные расходы компании сократились на 4.7% г/г до 68.1 млрд руб. вследствие уменьшения расходов на оплату услуг сторонних организаций, на топливо (в связи с увеличением выработки ГЭС на Дальнем Востоке), прочих расходов и незначительного снижения затрат на вознаграждения работников. Сокращение операционных расходов на фоне роста выручки в 3К16 стало причиной увеличения EBITDA на 61.2% г/г до 22.4 млрд руб. и EBITDA margin на 8.5 пп г/г до 26.5%. В целом по итогам 9М16 выручка РусГидро выросла на 10.1% г/г до 278.9 млрд руб., EBITDA – на 48.1% г/г до 70.4 млрд руб., что также стало следствием увеличения выработки ГЭС, либерализации мощности и оптимизации затрат.

В 3К16 расходы РусГидро на CAPEX сократились на 15.4% г/г до 16.1 млрд руб. (за 9М16 расходы на CAPEX составили 40.7 млрд руб., что соответствует менее 50% от скорректированного прогноза на 2016 г.). Тем не менее, в отчетном квартале свободный денежный поток остался отрицательным, на уровне -12 млрд руб., что во многом было обусловлено пополнением оборотного капитала в 3К16 на 12.6 млрд руб. Кроме того, в 3К16 компания выплатила дивиденды в размере 14 млрд руб. Финансирование дефицита свободного денежного потока и дивидендных выплат осуществлялось за счет привлечения нового долга и использования денежных средств на счетах. В результате, чистый долг на конец 3К16 вырос к началу квартала на 20.3 млрд руб. до 162.2 млрд руб. Несмотря на значительное увеличение EBITDA LTM, долговая нагрузка РусГидро в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась до 1.7x на конец 3К16 с 1.6x на начало 3К16. Остаток денежных средств на счетах компании на 30.09.2016 уменьшился к началу квартала на 11.5 млрд руб. до 54.4 млрд руб., что, тем не менее, было достаточно для единовременной выплаты всего краткосрочного долга и около 92% долга с погашением до конца 2017 г.

По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты РусГидро являются нейтральными для рейтингов компании, давление на которые в настоящее время оказывают масштабная инвестиционная программа РусГидро на 2016-2017 гг. и повышение коэффициента дивидендных выплат с 2016 г.

Доходности наиболее ликвидных выпусков РусГидро сосредоточены вблизи 10% годовых, что в целом соответствует уровням доходностей бумаг других эмитентов со схожими кредитными рейтингами.

На локальном рынке наиболее ликвидные выпуски РусГидро, на наш взгляд, котируются на справедливом уровне и не представляют особых идей. Так бумаги компании предлагают премию к кривой ОФЗ в диапазоне 80-110 бп. в зависимости от дюрации, что в целом соответствует надбавке за риск бумаг эмитентов со схожими кредитными рейтингами.

Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 3К16

млн руб.	3К16	3К15	%
Выручка	84 518	76 963	9.8%
ЕБИТДА	22 425	13 910	61.2%
Операционная прибыль	14 267	10 229	39.5%
Чистая прибыль	11 925	5 516	2.2x

Рентабельность по EBITDA	26.5%	18.1%	8,5 пп
Операционная рентабельность	16.9%	13.3%	3,6 пп
Чистая рентабельность	14.1%	7.2%	6,9 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОI	23 049	13 635	69.0%
Чистый операцион. денеж. поток*	4 116	10 154	-59.5%
CAPEX	16 116	19 056	-15.4%
Свободный денежный поток	-12 000	-8 902	-

млн руб.	9М16	2015	%
Активы	982 893	938 137	4.8%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	54 383	48 025	13.2%
Долг	216 629	197 393	9.7%
<i>доля краткосрочного долга</i>	24.8%	31.5%	-21.3%
Чистый долг	162 246	149 368	8.6%
Капитал	649 306	613 919	5.8%

CAPEX/EBITDA	0,6x	1,1x	-
Долг/EBITDA LTM	2,3x	2,7x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,7x	2,0x	-
EBITDA/Процентные платежи	4,7x	3,8x	-
Долг/Капитал	0,3x	0,3x	-

* за вычетом процентов уплаченных

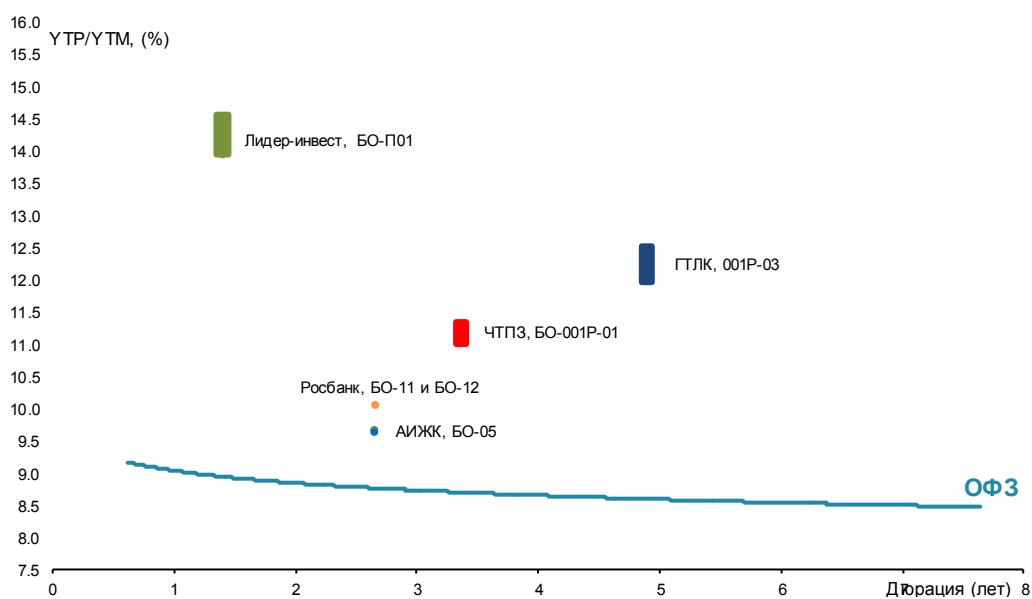
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ГТЛК, 001P-03	BB-/Ba2/BB-	да	от 5 000	12.01-12.44	н/д	н/д	нет / 4.89 г	нет / 7 лет
Росбанк, БО-11 и БО-12	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	10.04	12.12.2016	20.12.2016	нет / 2.66 г	3 г / 10 лет
АИЖК, БО-05	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	9.63-9.68	15.12.2016	23.12.2016	нет / 2.65 г	3 г / 5 лет
Лидер-инвест, БО-П01	NR	нет	3 000	13.96-14.49	23.12.2016	27.12.2016	нет / 1.40 г	1.5 г / 5 лет
ЧТПЗ, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	11.04-11.30	22.12.2016	29.12.2016	нет / 3.35 г	нет / 4 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ,	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Атомэнергопром, БО-02	BB+/Ba1/BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.55	15.12.2016	нет / 1.87 г
РЖД, 41	BB+/Ba1/BBB-	да	15 000	н/д / 100%	9.62-9.83	9.62	15.12.2016	нет / 2.68 г
Камаз, БО-14	- / B1 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	10.17	12.12.2016	нет / 8.09 г
Силовые машины, БО-05	- / Ba2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.51-10.78	10.51	12.12.2016	нет / 2.65 г
Воронеж-аква инвест, БО-02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.42	08.12.2016	нет / 0.73 г
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-02	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.15	07.12.2016	нет / 3.98 г
Газпромбанк, БО-02	BB+/Ba2/BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.99-10.25	10.20	02.12.2016	нет / 1.86 г
ФСК ЕЭС, БО-02	BB+/Ba1/BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.68	29.11.2016	нет / 4.04 г
ГК Автодор, БО-001P-01	- / - / BBB-	да	10 000	2.5 / 100%	10.78-11.04	10.51	25.11.2016	нет / 3.37 г
АФК Система, 001P-05	BB / Ba3 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	10.17-10.37	10.15	25.11.2016	нет / 2.82 г
ДОК-15, 01	NR	нет	1 800	0.9 / 100%	н/д	18.12	16.11.2016	нет / 4.97 г
Атомэнергопром, БО-01	BB+/Ba1/BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.55	14.11.2016	нет / 1.87 г
Полипласт, БО-03	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	16.64	11.11.2016	нет / 1.39 г
ГК Самолет, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	14.20-14.75	14.20	11.11.2016	нет / 1 г
АФК Система, 001P-04	BB / Ba3 / BB-	да	6 500	н/д / 100%	9.99-10.25	10.04	11.11.2016	нет / 3.4 г
ГТЛК-БО-05 (вторичное)	BB-/Ba2/BB-	да	3 400	н/д / 100%	11.46	11.46	02.11.2016	нет / 4.95 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru
Управление продаж		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.