

ВЫСОКОЕ КАЧЕСТВО ПО ВЫСОКОЙ ЦЕНЕ

Первичное размещение

Высокий интерес к выпуску почти гарантирован. В среду открылась книга заявок на рублевые еврооблигации ОАО «РусГидро», объем выпуска – 20 млрд руб., срок обращения – пять лет. Ориентир по доходности составляет 8%, чему соответствует купон в размере около 7,85%. Мы считаем, что облигации будут пользоваться повышенным спросом как со стороны отечественных, так и иностранных инвесторов. В пользу нашего мнения говорит дефицит российских рублевых евробондов, а также отсутствие «энергетиков» в этом сегменте рынка. Вообще, в настоящее время только у Россельхозбанка есть еврооблигации, номинированные в рублях, – с погашением в 2013 г. Такое положение, как мы считаем, позволит эмитенту и организаторам позиционировать выпуск достаточно агрессивно, с минимальной премией к ФСК ЕЭС.

РусГидро: лидер среди российских генерирующих компаний.

РусГидро – один из основных игроков на энергетическом рынке России, доля компании в производстве электроэнергии – 8%, в суммарной установленной мощности – 12%. На 30 сентября 2010 г. 57,97% капитала РусГидро находилось в государственной собственности, это дает основания надеяться, что государство будет оказывать компании всестороннюю поддержку, в том числе в виде вливаний в капитал и привлечения к участию в стратегических проектах.

Впечатляющая эффективность. По итогам прошлого года, общий объем произведенной РусГидро энергии, несмотря на аварию на Саяно-Шушенской ГЭС, увеличилось на 1,6% до 81,6 млрд кВтч. В структуре производства доминирует Центральная Россия с долей 51%, за ней идут Сибирь и Дальний Восток с 40%, остальное – это Кавказ. Выручка компании возросла на 7,4% до 115,6 млрд руб. благодаря продолжающейся либерализации рынка и увеличению объемов продаж мощности, доля которых в суммарных продажах увеличилась с 34% в 2009 г. до 44%. Росту выручки также способствовало повышение средних регулируемых тарифов: на электроэнергию – на 7,9% до 488,9 руб./МВтч, на мощность – на 39,4% до 1,98 руб./Мвт. В части операционной эффективности РусГидро достигла очень хороших результатов – рентабельность по EBITDA поднялась с 31,3% в 2008 г. до рекордных для частных российских генкомпаний 45,1% в 2009 г.. Это стало следствием прежде всего сокращения операционных издержек на 10,2% до 76 млрд руб., которое, в свою очередь, было достигнуто за счет существенного снижения затрат на покупку электроэнергии и на ее передачу. Стоит отметить, что компании приходилось закупать электроэнергию на рынке в связи с необходимостью компенсировать выпавшие объемы в поставках клиентам из-за аварии на СШ ГЭС. Чистая рентабельность РусГидро также находится на достаточно высоком уровне – она составила 27,2%. В целом мы очень положительно оцениваем перспективы компании. Растущий спрос на электроэнергию, либерализация рынка и небольшая доля переменных расходов будут способствовать сохранению высоких показателей.

Параметры выпуска

Эмитент	ОАО "РусГидро"
Кредитный рейтинг	BB+/Ba1/BB+
Серия облигаций	RusHydro15
Дата размещения	-
Срок обращения	5 лет
Купон	полугодовой
Оферта	не предусмотрена
Закрытие книги заявок	-
Ориентир по ставке купона	7,8

Ключевые финансовые показатели

ОАО "РусГидро", МСФО, млрд. руб.

	2006	2007	2008	2009
Выручка	53	81	108	116
Операционная прибыль	15	10	(10)	40
ЕБИТДА	8	19	34	52
Проценты к уплате	(1)	(2)	(2)	(2)
Чистая прибыль	8	5	(19)	31
Основные средства	143	272	337	355
Итого внеоб.е активы	145	280	370	402
Денежные средства	7	8	25	48
Дебиторская задолженность	16	21	26	22
Итого оборотные активы	24	33	56	81
Собственный капитал	126	238	344	403
Долгосрочные займы	16	21	20	19
Итого долгоср. обязательства	25	56	58	55
Краткосрочные займы	2	3	3	3
Кредитор. задолженность	11	15	16	19
Итого краткоср. обязательства	18	20	25	25
Активы	169	314	426	483
Опер. Прибыль, %	28	13	(9)	34
ЕБИТДА, %	14	24	31	45
Чистая прибыль, %	14	7	(18)	27
Фин. долг, в т.ч.:	19	24	23	22
краткосрочные займы	2	3	3	3
долгосрочные займы	16	21	20	19
Чистый долг	12	16	(1)	(26)
Краткосрочные займы / ФД	0,1	0,1	0,1	0,1
Фин. долг / ЕБИТДА	2,5	1,2	0,7	0,4
Чистый долг / ЕБИТДА	1,6	0,8	(0,0)	(0,5)
ЕБИТДА / Проценты	8,7	11,3	18,5	21,3
Текущая ликвидность	1,3	1,7	2,2	3,2
Собств. капитал / Активы	0,7	0,8	0,8	0,8

Источники: РусГидро, оценка УРАЛСИБа

Устойчивый кредитный профиль. РусГидро отличается очень высоким кредитным качеством и низкой долговой нагрузкой. Финансовый долг компании не претерпел в 2009 г. существенных изменений, снизившись на 6,2% до 21,9 млрд руб. Доля долгосрочных займов у нее традиционно составляет около 90% финансового долга, основной объем погашений приходится на 2013 г. Благодаря же тому, что компания практически удвоила объемы денежных средств на своих счетах, чистый долг уверенно закрепился в отрицательной и составляет около минус 26,2 млрд руб. На фоне уменьшения объема обязательств и роста рентабельности РусГидро, отношение Финансовый долг/ЕБИТДА по итогам 2009 г. снизилось почти в два раза до 0,4, что является одним из самых низких показателей в отрасли. Обслуживание долга также не представляет сложностей для компании – отношение ЕБИТДА/Проценты к уплате увеличилось за прошедший год с 18,5 до 21,3. Учитывая большой размер инвестпрограммы, запланированной на ближайшие годы, можно ожидать, что РусГидро продолжит осуществлять заимствования на публичном рынке, как внешнем, так и внутреннем. Однако это не должно нанести заметного урона кредитному качеству РусГидро, и ее долговая нагрузка, по нашим прогнозам, останется одной из самой низкой в отрасли.

Высокая рентабельность, низкая долговая нагрузка

Сравнение эмитентов энергетической отрасли

	Рейтинг	Период	Выручка, млрд руб.	ЕБИТДА, млрд руб.	ЕБИТДА, %	Фин. долг, млрд руб.	ФД / ЕБИТДА	ЧД / ЕБИТДА	ЕБИТДА/ проценты
РусГидро			108	34	31,0	23	0,7	-	18,5
ФСК ЕЭС		2008	69	28	40,1	33	1,2	-	10,0
Атомэнергопром *			291	63	21,6	86	1,4	0,8	10,5
РусГидро	BB+/Ba1/BB+		116	52	45,0	22	0,4	-	21,3
ФСК ЕЭС	BBB/Baa2/-	2009	88	38	43,5	14	0,4	-	19,8
Атомэнергопром *	BBB-/-/-		347	118	34,0	124	1,1	0,4	11,8

* Управленческая отчетность

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

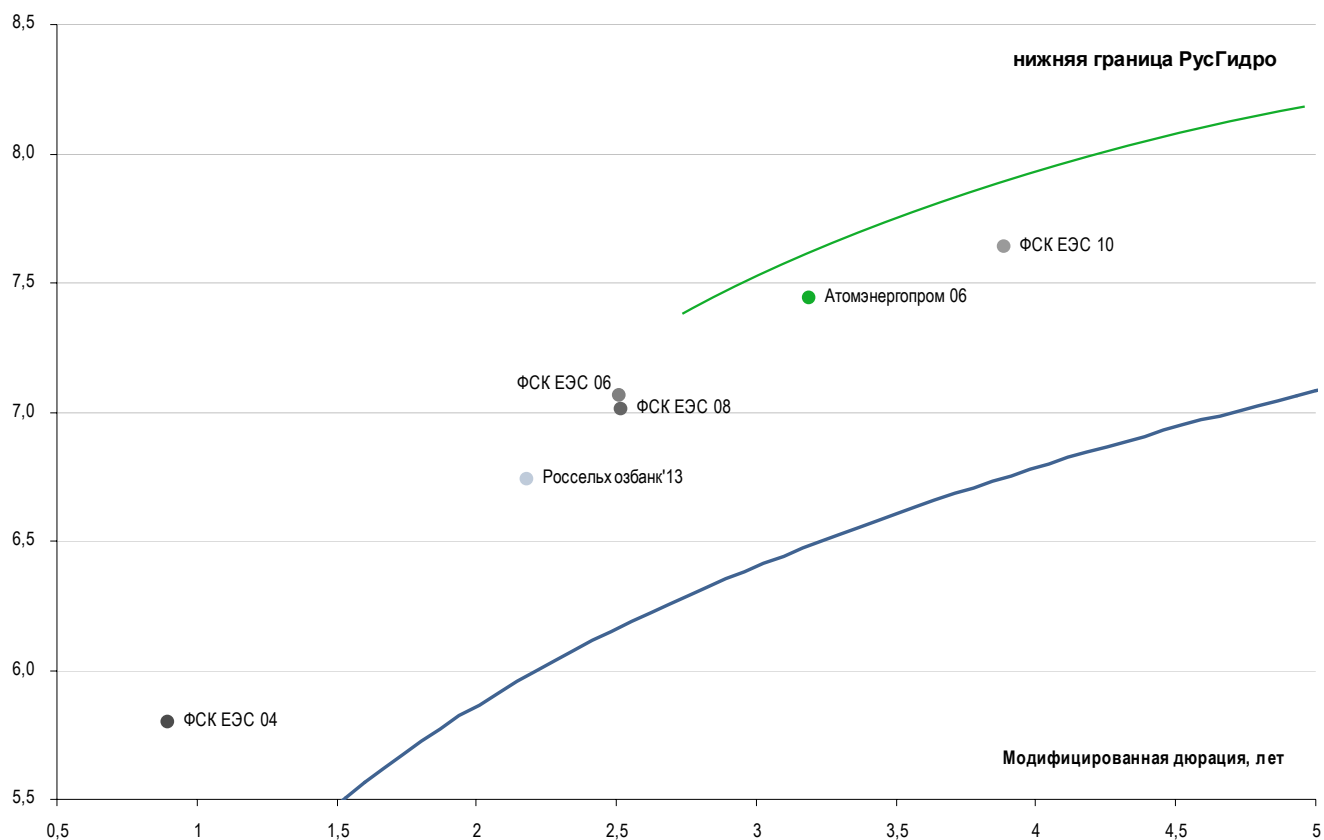
Высокий спрос позволит сильно понизить доходность. У РусГидро не такая уж и богатая история на публичном долгом рынке – в данный момент обращается размещенный еще в 2006 г. выпуск УК ГидроОГК 01 с погашением в июне 2011 г. В последние дни его доходность колеблется в районе 6% при модифицированной дюрации около 0,64. Однако в силу того, что этот выпуск слишком короткий, ориентироваться на него достаточно проблематично. В целях позиционирования нового займа удобнее сравнивать РусГидро с «квазисуверенными энергетиками» ФСК ЕЭС (BBB/Baa2/-) и Атомэнергопромом (BBB-/-/-).

- В пользу ФСК ЕЭС свидетельствуют более высокие рейтинги и большая доля государства в капитале (79,11%). Что касается финансового состояния, сетевая компания незначительно уступает РусГидро в части рентабельности по ЕБИТДА. Долговая нагрузка РусГидро также лишь немного лучше, чем у ФСК ЕЭС: по итогам 2009 г. у обеих компаний она находилась на уровне 0,4, хотя объем денежных средств у РусГидро был больше. С нашей точки зрения, выпуски РусГидро должны предлагать небольшую премию по доходности, порядка 20–30 б.п., к ФСК ЕЭС.
- Атомэнергопром, в связи со стратегическим значением своего бизнеса, через Росатом на 100% контролируется государством. Масштабы бизнеса у Атомэнергопрома больше, чем у РусГидро, однако его рентабельность по ЕБИТДА и показатели долговой нагрузки немного хуже. Справедливой премией РусГидро к Атомэнергопрому, на наш взгляд, были бы те же 20–30 б.п. – как и к ФСК ЕЭС

Наиболее близкими по срокам к готовящемуся выпуску РусГидро являются облигации ФСК ЕЭС 10 (УТР 7,64% при модифицированной дюрации около 3,89) и Атомэнергопром 06 (УТМ 7,44 при модифицированной дюрации 3,19). Они торгуются со спредами к кривой ОФЗ в районе 115–125 б.п. При том, что спреды более коротких выпусков ФСК ЕЭС находятся в районе 80 б.п., а это дает премию за дюрацию порядка 30–40 б.п. Если не принимать во внимание весьма высокую привлекательность нового выпуска РусГидро, то его доходность должна была бы находиться на уровне 8,4%. Но высокое кредитное качество эмитента и высокий спрос на выпуск, связанный с дефицитом рублевых евробондов, по нашему мнению, позволяют поместить справедливую доходность в диапазоне 7,9–8,15%. Таким образом, ориентир организаторов находится около нижней границы наших ожиданий, оставляя возможность для лишь ограниченного роста котировок выпуска.

Размещение почти без премии

Доходности облигаций (по состоянию на 19 октября 2010 г.)



Источники: ММВБ, Cbonds.info

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010