

### КВАЗИСУВЕРЕННЫЙ ДОЛГ ПО ЦЕНЕ КОРПОРАТИВНОГО

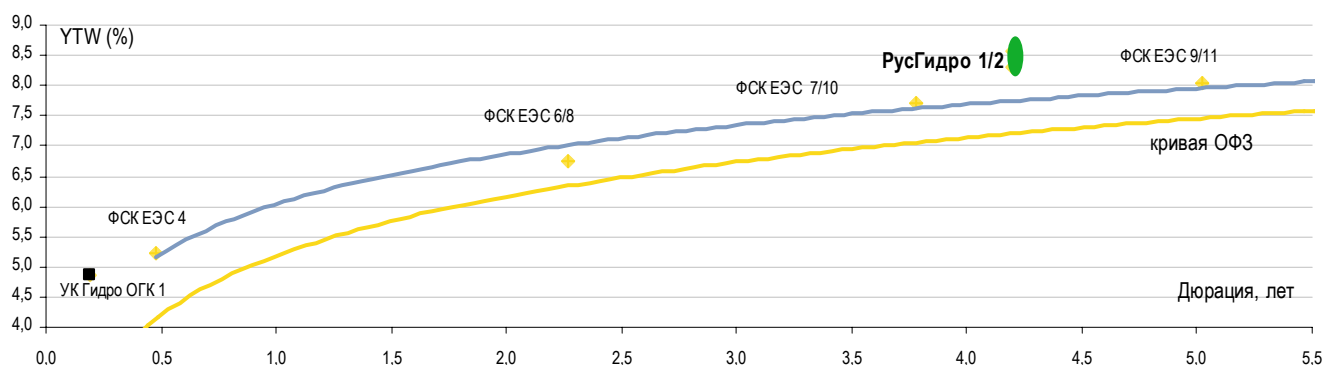
#### Компания размещает рублевые облигации

**Новое предложение рублевого долга.** РусГидро, крупнейшая по установленной мощности российская генерирующая компания, размещает два выпуска рублевых облигаций – на срок 10 лет с офертами через пять лет. С учетом того, что один из выпусков размещается частично, общий объем размещения составит 15 млрд руб. Облигации РусГидро удовлетворяют критериям включения в ломбардный список Банка России. Привлеченные средства планируется направить на финансирование инвестпрограммы, а также погашение выпуска ГидроОГК-1 объемом 5 млрд руб., срок погашения наступает в июле нынешнего года.

**Даже по нижней границе обозначенного диапазона выпуск выглядит очень привлекательно.** Организаторы ориентируют инвесторов на ставку купона в диапазоне 8,15–8,4%, что соответствовало доходности к оферте в размере 8,32–8,58% при дюрации 4,2 года. Размещение по нижней границе предполагает премию к кривой обязательств ФСК (BBB/Baa2/-) в размере 60 б.п., при величине спреда к ОФЗ в 110 б.п. Учитывая устойчивый кредитный профиль РусГидро, мы не видим оснований для более высокой премии и полагаем, что размещение пройдет по нижней границе диапазона, а ставка купона будет установлена на уровне, не превышающем 8,15%. В случае же, если ставка купона окажется выше, это, по нашему мнению, лишь добавит привлекательности бумагам РусГидро, так как будет подразумевать возможность более значительного роста котировок на вторичном рынке. Заметим, что премию к ОФЗ в размере не выше 110 б.п. предлагают выпуски таких крепких корпоративных заемщиков, как ММК (-/Ba3/BB) и Северсталь (BB-/Ba3/B+), которые, впрочем, уступают РусГидро по кредитным метрикам, а также не могут похвастаться высокой степенью господдержки, в отличие от подконтрольной государству генерирующей компании.

#### Выпуск интересен даже по нижней границе диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций\*



\* Данные указаны по состоянию на 20 апреля 2011 г.

#### Информация о выпусках РусГидро

Эмитент	ОАО "РусГидро"	
Рейтинг эмитента	BB+/Ba1/BB+	
<b>Выпуск</b>	<b>РусГидро-1</b>	<b>РусГидро-2</b>
Номинал выпуска	10 млрд руб.	10 млрд руб.
Объем размещения	10 млрд руб.	5 млрд руб.
Купон	полугодовой	
Срок обращения	10 лет	
Оферта	через 5 лет	
Ориентир ставки купона	8,15 - 8,4%	
Ориентир по доходности	УТР 8,32 - 8,58%	
Тип размещения	по книге заявок	
Дата закрытия книги	21 апреля 2011 г.	

#### Ключевые финансовые показатели

млн руб.	МСФО		РСБУ	
	2009	1 н/р 2010	2009	2010
Выручка	115 603	204 978	78 996	88 979
ЕБИТДА	58 228	35 149	50 396	51 754
Совокупный долг	21 943	23 593	18 049	37 211
Денежные средства	48 152	27 504	2 006	4 483
Чистый долг	(26 209)	(3 911)	16 043	32 728
Капитал	403 283	420 345	445 163	504 972
Активы	483 255	524 234	475 509	551 323
<i>Коэффициенты</i>				
Рентабельность ЕБИТДА, %	50,4	17,1	63,8	58,2
Долг/ЕБИТДА	0,4	0,3	0,4	0,7
Чистый долг/ЕБИТДА	-	-	0,3	0,6
Долг/Капитал	0,1	0,1	0,0	0,1
Доля краткосрочного долга, %	11,7	20,0	7,0	19,9

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**Сильные стороны.** Среди основных преимуществ кредитного профиля РусГидро мы отмечаем следующие.

- **Прочные рыночные позиции.** По установленной мощности РусГидро является крупнейшей генерирующей компанией в России (26,1 ГВт, или 26% от совокупной установленной мощности в стране), а также третьей в мире среди гидрогенерирующих компаний.
- **Высокая степень господдержки.** Государство контролирует 58% акций РусГидро, при этом поддержка компании является одной из стратегических задач для правительства. Так, в 2008–2010 гг. государство внесло в уставный капитал РусГидро 21,6 млрд руб. для финансирования инвестпроектов. Кроме того, РусГидро имеет возможность включать в ставку тарифа на мощность инвестиционную составляющую. Планируется, что в 2011 г. за счет тарифа на мощность будут компенсированы инвестиционные затраты РусГидро в размере 17 млрд руб., а в 2012 г. – на сумму 17,9 млрд руб.
- **Увеличение продаж электроэнергии по свободным ценам.** В I полугодии 2010 г. доля продаж компании на свободном рынке составила 60%, а во II полугодии возросла до 80%. Увеличение продаж электроэнергии по свободным ценам должно позитивно повлиять на операционные показатели компании в 2011 г., учитывая существенный разрыв между регулируемым тарифом и рыночными ценами: в 2010 г. средняя цена в Первой ценовой зоне (Европейская часть России, Урал) была более чем в восемь раз выше ставки тарифа, а во Второй ценовой зоне (Сибирь) – почти в пять раз выше.
- **Высокое кредитное качество.** Кредитный профиль компании является очень устойчивым. На середину 2010 г. значение чистого долга компании было отрицательным, а отношение Долг/ЕБИТДА в годовом выражении составляло скромные 0,3. Стоит учесть, что заметное влияние на консолидированные результаты РусГидро по МСФО оказало приобретение в прошлом году сбытовых активов. Выручка компании существенно увеличилась, превысив 200 млрд руб. по итогам I полугодия 2010 г. (порядка 80% продаж пришлось на сегмент сбыта). При этом увеличение вклада низкорентабельного сбытового бизнеса негативно сказалось на общей рентабельности по ЕБИТДА, которая в отчетном периоде упала до 17,1%. Вследствие того, что отчетность РусГидро по РСБУ отражает результаты генерирующего сегмента, после консолидации в отчетность по МСФО сбытового бизнеса в 2010 г. появилось заметное расхождение в отчетности по МСФО и по российским стандартам. В то же время в планах компании деконсолидировать сбытовой сегмент, так что можно ожидать, что в 2011 г. расхождений будет меньше (в 2009 г. на сбытовое направление приходилось лишь 2% консолидированного значения ЕБИТДА).
- **Комфортная структура погашения долга и консервативная долговая политика.** По данным организаторов размещения, на 31 марта 2011 г. совокупный долг РусГидро составлял 40,2 млрд руб., из которых в 2011 г. компании необходимо погасить лишь порядка 6,8 млрд руб. (из них 5 млрд руб. приходится на выпуск рублевых облигаций). Основной же объем погашений приходится на 2015 г. (20,8 млрд руб.), когда наступает срок погашения рублевых LPN РусГидро объемом 20 млрд руб. Отметим, что условиями выпуска LPN предельная долговая нагрузка компании ограничена уровнем 3,0 в терминах Долг/ЕБИТДА.

**Слабые места.** Ниже перечислены риски, сопряженные с вложением в долговые обязательства РусГидро.

- **Масштабная инвестпрограмма.** Объем инвестиционных затрат РусГидро на 2011–2013 гг. запланирован на уровне 308 млрд руб. (108,8 млрд руб. на 2011 г., 103,6 млрд руб. на 2012 г. и 95,6 млрд руб. на 2013 г.). Из этой суммы за счет долгового капитала компания намерена профинансировать 38%. Мы ожидаем, что затраты на модернизацию и строительство новых мощностей будут компенсированы за счет поступлений от введенных мощностей (ожидается, что к 2013 г. прирост мощности к уровню 2010 г. составит 19%). В то же время мы полагаем, что роста долговой нагрузки РусГидро вряд ли удастся избежать, и не ожидаем повышения кредитного рейтинга компании до инвестиционного уровня в связи с запланированной масштабной инвестпрограммой.
- **Возможность введения регулируемых тарифов на мощность для действующих генерирующих активов с целью ограничения роста цен на электроэнергию.** Этот риск несколько сглаживается тем, что РусГидро заключает долгосрочные договоры на поставку мощности, в том числе и по строящимся станциям. Цены в рамках таких договоров устанавливаются с учетом реально понесенных инвестиционных затрат на долгосрочный период (20 лет).
- **Заметная активность в сфере M&A.** Помимо органического роста за счет строительства новых мощностей, РусГидро последние несколько лет проводит довольно активную политику в части приобретений. В то же время стоит учесть, что до настоящего времени все крупные сделки M&A РусГидро осуществляла на «безденежной» основе путем обмена акциями. Риск для кредиторов может возникнуть в том случае, если компания перейдет к более агрессивной стратегии, предполагающей оплату новых приобретений денежными средствами.

# 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  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

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

## Управление по рынкам долгового капитала

### 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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@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, shelestovich@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

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

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был 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 2011