

СИЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, ЕВРОБОНДЫ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за 1 п/г 2011 г. по МСФО

Вчера РусГидро представила высокие результаты, оказавшиеся чуть лучше наших ожиданий. Резкое снижение выручки в отчетном периоде – на 20% (здесь и далее показатели сравниваются с уровнями годичной давности, если не указано иное) до 164 млрд руб. – объясняется обменом активами с Интер РАО ЕЭС. В марте РусГидро передала Интер РАО часть своих сбытовых активов, получив взамен 4,94% акций Интер РАО и тем самым увеличив свою долю в уставном капитале последней до 5,28%. Как следствие, начиная с 28 марта показатели выбывших активов перестали консолидироваться на балансе РусГидро. В связи с этим изменилась и структура выручки компании: доля продаж электроэнергии уменьшилась с 79% до 71%, а доля генерации увеличилась с 20% до 28%. В то же время, по данным компании, учитывающим только собственные доходы, выручка за январь–июнь возросла на 11% и составила 69 млрд руб. Рост доходов в данном случае обусловлен как собственно увеличением выработки электроэнергии (+5% до 38 ГВт/ч), в том числе за счет восстанавливаемой Саяно-Шушенской ГЭС, так и продолжением либерализации энергорынка и роста нерегулируемых цен на нем. По итогам текущего года компания ожидает рост выработки электроэнергии на 7–8%.

Повышение операционной эффективности за счет снижения закупок электричества. EBITDA в отчетном полугодии выросла на 18% до 41 млрд руб., но эти цифры также не учитывают выбытие активов. По данным компании, за январь–июнь сопоставимый показатель повысился на 18% до 34 млрд руб., как следствие, рентабельность по EBITDA составила 42% (без учета выбывших активов – 25%). Основными статьями, влияющими на операционную эффективность, остаются затраты на транспортировку электроэнергии и расходы на оплату труда. В то же время крупнейшая статья – закупки электричества – продолжает сокращаться на фоне увеличения выработки электроэнергии на Саяно-Шушенской ГЭС. Дополнительную поддержку оказал вышеупомянутый рост нерегулируемых цен на электроэнергию, тогда как затраты на ее производство практически не изменились. Как ожидается, этот фактор и впредь будет способствовать росту операционной эффективности при условии либерализации цен на газ и соответственно индексации тарифов на электроэнергию. Чистая прибыль за шесть месяцев 2011 г. выросла на 26%, в связи с чем чистая рентабельность поднялась до 16% (без учета выбывших активов).

Более консервативная инвестпрограмма. На фоне роста операционной эффективности денежный поток от основной деятельности в 1 п/г 2011 г. вырос на 89% и составил 40 млрд руб. В связи с достаточно консервативной инвестиционной политикой (капвложения снизились на 2% до 21 млрд руб.) объем денежных средств на балансе с начала года вырос почти в три раза до 52 млрд руб. На текущий месяц запланировано утверждение инвестпрограммы компании на 2012–2014 гг., которая может быть немного сокращена ввиду ограничений по росту тарифов.

Стабилизация долговой нагрузки. Несмотря на то, что долг компании продолжает увеличиваться (на 22% к началу года до 49 млрд руб.), долговая нагрузка остается на вполне комфортном уровне – отношение совокупного долга к EBITDA не изменилось с 2010 г. и составило 0,7. В то же время на фоне роста объемов денежных средств чистый долг вновь вернулся в отрицательную зону. Стоит выделить и преобладание длинных займов в структуре долга – доля кратко-

Обращающиеся выпуски РусГидро

Выпуск	Купон	Оф/Пог	Валюта	Доход
РусГидро 01	8,00	18.04.2016	РУБ	8,97
РусГидро 02	8,00	18.04.2016	РУБ	8,75
Rushydro'15	7,88	28.10.2015	РУБ	10,70

Источники: Bloomberg

Динамика показателей РусГидро

МСФО, млрд руб.	2007				2008				2009				2010			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Выручка	81	108	338	418	81	108	338	418	81	108	338	418	81	108	338	418
ЕБИТДА *	19	34	53	61	19	34	53	61	19	34	53	61	19	34	53	61
Чистая прибыль	5	(19)	32	11	5	(19)	32	11	5	(19)	32	11	5	(19)	32	11
Рентабельность EBITDA, %	24	31	16	15	24	31	16	15	24	31	16	15	24	31	16	15
Чистая рентабельность, %	7	(18)	9	3	7	(18)	9	3	7	(18)	9	3	7	(18)	9	3
Опер. денежный поток	17	28	41	41	17	28	41	41	17	28	41	41	17	28	41	41
Капвложения	(32)	(25)	(33)	(61)	(32)	(25)	(33)	(61)	(32)	(25)	(33)	(61)	(32)	(25)	(33)	(61)
Основные средства	272	337	360	469	272	337	360	469	272	337	360	469	272	337	360	469
Денежные средства	8	25	52	19	8	25	52	19	8	25	52	19	8	25	52	19
Долгосрочные займы	21	20	19	32	21	20	19	32	21	20	19	32	21	20	19	32
Краткосрочные займы	3	3	5	8	3	3	5	8	3	3	5	8	3	3	5	8
Собственный капитал	238	344	406	518	238	344	406	518	238	344	406	518	238	344	406	518
Активы	314	426	507	651	314	426	507	651	314	426	507	651	314	426	507	651
Фин. долг, в т.ч.:	24	23	24	40	24	23	24	40	24	23	24	40	24	23	24	40
краткосрочные займы	3	3	5	8	3	3	5	8	3	3	5	8	3	3	5	8
долгосрочные займы	21	20	19	32	21	20	19	32	21	20	19	32	21	20	19	32
Чистый долг	16	(1)	(28)	21	16	(1)	(28)	21	16	(1)	(28)	21	16	(1)	(28)	21
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Фин. долг / EBITDA	1,2	0,7	0,5	0,7	1,2	0,7	0,5	0,7	1,2	0,7	0,5	0,7	1,2	0,7	0,5	0,7
Чистый долг / EBITDA	0,8	(0,0)	(0,5)	0,3	0,8	(0,0)	(0,5)	0,3	0,8	(0,0)	(0,5)	0,3	0,8	(0,0)	(0,5)	0,3
EBITDA / Проценты к уплате	11	18	22	25	11	18	22	25	11	18	22	25	11	18	22	25
Капитал / Активы	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

срочных обязательств на конец июня составляла всего около 7%. Мы не ожидаем резкого роста долговой нагрузки РусГидро в ближайшем будущем: по нашим оценкам, она останется в пределах 0,7–0,9 в терминах Совокупный долг/ЕБИТДА.

Интересны рублевые евробонды. В целом отчетность подтвердила высокое кредитное качество эмитента. Отдельно стоит отметить продолжающийся рост генерации, повышение операционной эффективности и стабилизацию долговой нагрузки. В обращении находятся два локальных выпуска компании с офертой в апреле 2016 г. и доходностями порядка 8,7–8,8%, которые торгуются на одном уровне со сравнимыми бумагами ФСК ЕЭС и, на наш взгляд, оценены вполне справедливо. Также у компании есть рублевые евробонды с погашением в октябре 2015 г.; их доходность в последние дни поднялась до 10,5%, что выглядит достаточно привлекательно на фоне рублевых выпусков как самого эмитента, так и локальных выпусков компаний сравнимого кредитного качества – такой доходности рублевых выпусков сейчас не предлагает ни один из эмитентов со схожими рейтингами.

Рост рентабельности и стабилизация долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели РусГидро за 1 п/г 2011 г. по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	1п/г 11/ 1п/г 10	1п/г 11/ 2010
Выручка	108	338	205	418	164	(20)	
Выручка *			62		69	11	
ЕБИТДА	34	53	35	61	41	18	
ЕБИТДА *			29		34	18	
Чистая прибыль	(19)	32	21	11	27	26	
Рентабельность ЕБИТДА, %	31	16	17	15	25		
Рентабельность ЕБИТДА*, %			30		42		
Чистая рентабельность, %	(18)	9	10	3	16		
Опер. денежный поток	28	41	21	41	40	89	
Капвложения	(25)	(33)	(21)	(61)	(21)	(2)	
Основные средства	337	360	375	469	485		3
Денежные средства	25	52	28	19	52		171
Долгосрочные займы	20	19	19	32	46		44
Краткосрочные займы	3	5	5	8	3		(60)
Собственный капитал	344	406	420	518	532		3
Активы	426	507	524	651	647		(1)
Фин. долг, в т.ч.:	23	24	24	40	49		22
краткосрочные займы	3	5	5	8	3		(60)
долгосрочные займы	20	19	19	32	46		44
Чистый долг	(1)	(28)	(4)	21	(3)		(113)
Краткосрочные займы / Фин. долг	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1		
Фин. долг / ЕБИТДА	0,7	0,5	0,4	0,7	0,7		
Чистый долг / ЕБИТДА	(0,0)	(0,5)	(0,1)	0,3	(0,1)		
ЕБИТДА / Проценты к уплате	18	22	14	25	17		
Собственный капитал / Активы	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8		

* Сопоставимые показатели с учетом выбывших в 1 кв. 2011 г. активов (по оценке компании)

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@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, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, 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
Наталия Березина, berezinana@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

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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 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