

НЕПОКАЗАТЕЛЬНАЯ ОТЧЕТНОСТЬ; ОБЛИГАЦИИ МАЛОПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

Первые квартальные результаты. Вчера РусГидро впервые в своей истории опубликовала квартальную отчетность – за 3 кв. 2011 г. – и результаты за 9 мес. 2011 г. Квартальная отчетность оказалась несколько хуже наших прогнозов в части выручки и EBITDA. По нашему мнению, представленные результаты не совсем адекватно отражают реальное положение дел в компании, так как с 1 кв. прошлого года в отчетности Группы перестали консолидироваться сбытовые активы, переданные Интер РАО ЕЭС. Кроме того, результаты консолидации РАО ЭС Востока станут известны только после публикации итоговой отчетности за весь 2011 г. Согласно данным, не учитывающим выбытие активов, выручка компании в отчетном квартале опустилась на 65% (здесь и далее – год к году) до 32 млрд руб. (наш прогноз – 33 млрд руб.), а за 9 мес. показатель снизился на 34% до 197 млрд руб., тогда как мы ожидали 198 млрд долл. В то же время выручка с учетом выбывших активов в отчетном квартале повысилась на 18% до 32 млрд руб., увеличившись на 13% за 9 мес. 2011 г. до 101 млрд руб. Увеличение выручки относительно уровней годичной давности объясняется как положительной ценовой динамикой рынка «на сутки вперед», так и увеличением выработки электроэнергии в связи с восстановлением оборудования на Саяно-Шушенской ГЭС.

Рост маржи после деконсолидации сбытовых активов. EBITDA в отчетном квартале снизилась на 25% до 9 млрд руб., а за 9 мес. 2011 г. – поднялась на 3% до 52 млрд руб. Довольно скромные результаты также объясняются тем, что в них не учтено выбытие активов в 1 кв. 2011 г. Сопоставимые показатели за отчетные периоды компания не представила, в отличие от данных за 1 п/г 2011 г. На этом фоне рентабельность поднялась в 3 кв. и 9 мес. 2011 г. до 28% и 26% соответственно. Кроме того, РусГидро не раскрыла разбивку по операционным расходам за отчетный период. Традиционно наибольшую долю в них составляют расходы на передачу электроэнергии и расходы на персонал. Между тем повышение операционной эффективности Группы «РусГидро» в основном связано с выбытием низкорентабельных сбытовых активов и, соответственно, снижением покупаемой электроэнергии, что хорошо видно по рентабельности EBITDA в 1 п/г 2011 г. на уровне 42% (с учетом выбытия активов). Чистая прибыль в 3 кв. 2011 г. опустилась на 4% до 6 млрд руб., в основном из-за резкого увеличения выплат по налогу на прибыль. Однако чистая рентабельность все равно оказалась выше, чем год назад – 19% против 7% в 3 кв. 2010 г.

Долговая нагрузка стабильна... Капвложения в отчетном квартале поднялись на 19% до 18 млрд руб., однако рост за 9 мес. 2011 г. оказался несколько скромнее – показатель повысился на 7% до 40 млрд руб. На этом фоне в июле-сентябре прошлого года свободный денежный поток вышел в отрицательную зону, что вместе с оттоком средств по финансовой деятельности привело к сокращению денежных средств на балансе до 39 млрд руб. Незначительный рост долга РусГидро – до 49 млрд руб. – на фоне снижения 12М EBITDA стал причиной несущественного повышения долговой нагрузки за 9 мес. 2011 г. до 0,8 в терминах Долг/EBITDA. Структура долга по-прежнему выглядит достаточно комфортной – доля краткосрочных обязательств стабильна около 8%.

...но ее рост представляется вполне вероятным. Мы не ожидаем существенного роста объема публичного долга РусГидро в ближайшее время, особенно учитывая планирующийся выкуп ВЭБом 11% акций компании, который должен

Обращающиеся выпуски РусГидро

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть, %
РусГидро 01	8,00	18.04.2016	RUB	9,03
РусГидро 02	8,00	18.04.2016	RUB	8,75
Rushydro'15	7,88	28.10.2015	RUB	8,77

Источники: MMBB, Bloomberg

Динамика финансовых показателей РусГидро

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

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

компенсировать выпадающие доходы РусГидро в связи со снижением отпускных цен по требованию правительства. Однако опасения вызывает консолидация долга РАО ЭС Востока, которая будет отражена в отчетности за весь 2011 г. (контрольный пакет акций этой компании РусГидро собрала в конце прошлого года). Так, долг основных «дочек» РАО ЭС Востока ДЭК и ДГК по РСБУ на конец сентября составил порядка 37 млрд руб., и не исключено его дальнейшее увеличение, учитывая достаточно масштабную инвестиционную программу обеих компаний. Как следствие, консолидированное отношение Долг/ЕБИТДА Группы «РусГидро» по итогам 2011 г., по нашей оценке, может подняться до уровня 1,5, что, впрочем, некритично для кредитного качества компании.

Локальные выпуски малопривлекательны, однако евробонд может быть интересен. Два локальных выпуска РусГидро низколиквидны и торгуются практически на одном уровне с бумагами ФСК ЕЭС (BBB/Baa2), которая обладает более высокими рейтингами и отличается большей долей участия государства в уставном капитале. Что касается рублевого евробонда RusHydro'15, торгующегося с доходностью 8,88%, за последнее время премия выпуска к немного более длинным локальным облигациям была практически ликвидирована, что не оставляет существенного потенциала роста котировок. Тем не менее, даже теперь евробонды РусГидро предлагают одну из самых высоких доходностей среди рублевых еврооблигаций квазисуверенных заемщиков и могут быть интересны инвесторам, делающим ставку на рост рубля и стремящимся диверсифицировать портфель госбумаг.

Деконсолидация сбытовых активов затрудняет оценку показателей

Ключевые финансовые показатели РусГидро за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО, млрд руб.

	1 п/г 10	3 кв. 10	9 мес. 10	2010	1 п/г 11	3 кв. 11	9 мес. 11	3 кв. 10/ 3 кв. 11	9 мес. 10/ 9 мес. 11	3 кв. 11/ 1 п/г 11
Выручка	205	94	299	418	164	32	197	(65)	(34)	
Выручка *	62	27	89		69	32	101	18	13	
ЕБИТДА	35	12	50	61	41	9	52	(25)	3	
Чистая прибыль	21	6	28	11	27	6	33	(4)	19	
Рентабельность ЕБИТДА, %	17	13	17	15	25	28	26			
Чистая рентабельность, %	10	7	9	3	16	19	17			
Опер. денежный поток	21	(0)	21	41	40	8	49	(2 772)	130	
Капвложения	(21)	(16)	(37)	(61)	(21)	(19)	(40)	19	7	
Основные средства	375		508	469	485		508			5
Денежные средства	28		39	19	52		39			(24)
Долгосрочные займы	19		46	32	46		46			(0)
Краткосрочные займы	5		4	8	3		4			20
Собственный капитал	420		536	518	532		536			1
Активы	524		662	651	647		662			2
Долг, в т.ч.:	24		49	40	49		49			1
краткосрочные займы	5		4	8	3		4			20
долгосрочные займы	19		46	32	46		46			(0)
Чистый долг	(4)		10	21	(3)		10			-
Краткосрочные займы / Долг	0,2		0,1	0,2	0,1		0,1			
Долг / ЕБИТДА	0,4		1,8	0,7	0,7		0,8			
Чистый долг / ЕБИТДА	(0,1)		0,2	0,3	(0,1)		0,2			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	14,4	5,0	20,6	25,1	16,9	3,8	21,3			
Капитал / Активы	0,8		0,8	0,8	0,8		0,8			

* Сравнимые показатели с учетом выбытия в 1 кв. 2011 г. сбытовых 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, feltsmant@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия

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

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

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
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012