

### НОВЫЕ АКТИВЫ КОНСОЛИДИРОВАНЫ, ОБЛИГАЦИИ МАЛОПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

#### Отчетность за 4 кв. 2011 г. по МСФО

##### В прошлом году компания активно покупала и продавала активы.

Вчера РусГидро представила результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО, которые в целом оказались лучше наших прогнозов. Несмотря на снижение выручки, операционная эффективность повысилась, а долговая нагрузка оказалась чуть ниже ожиданий. Это первая отчетность, включающая показатели РАО ЕЭС Востока, которое РусГидро консолидировала в последнем квартале прошлого года, вследствие чего сравнить вышедшие результаты с 3 кв. 2011 г. не представляется возможным. Кроме того, из-за продажи в начале 2011 г. сбытовых компаний сравнение квартальных показателей год к году также не показательно. В связи с этим мы рассматриваем только годовые показатели отчетности РусГидро.

**Рост рентабельности продолжается.** Консолидированная выручка в 2011 г снизилась на 31% до 362,6 млрд руб., что объясняется деконсолидацией с 1 кв. 2011 проданных сбытовых компаний, которые обеспечивали существенную часть доходов РусГидро. В то же время немного компенсировать потери помогли выручка РАО ЕЭС Востока и Башкирской сбытовой компании, присоединенных к РусГидро в конце 2011 г. С другой стороны, после выбытия низкорентабельных сбытовых компаний операционная эффективность РусГидро существенно выросла. В то же время рентабельностью по EBITDA РАО ЕЭС Востока в 2010 г. составила лишь 5%, и нет оснований полагать, что 2011 г. был удачнее, учитывая, что компания преимущественно работает в регионах, изолированных от других энергосистем страны, или в регионах с госрегулированием. Таким образом, рентабельность РАО ЕЭС Востока может негативно повлиять на соответствующий показатель РусГидро. В результате изменений перечня активов соответствующим образом поменялась и структура расходов – существенно снизились объемы покупаемой энергии и расходы на ее распределение, но в то же время выросли затраты на топливо для генерирующих активов на Дальнем Востоке. На фоне снижения доходов EBITDA РусГидро в 2011 г. увеличилась на 6% до 74,5 млрд руб., что соответствует росту рентабельности по EBITDA на уровне 26% (около 10% в 2010 г. и 26% за 9 мес. 2011 г.). Негативное влияние показателей РАО ЕЭС Востока было ожидаемым, но в 2012 г. оно, по нашим оценкам, будет менее заметным, и рентабельность по EBITDA по итогам текущего года достигнет порядка 30%.

##### Инвестпрограмма может быть сокращена, но без новых заимствований все же, вероятно, не обойдется.

Основные риски для кредитного качества компании мы видим в ее масштабной инвестиционной программе. Сама компания ранее оценивала свои ежегодные капзатраты в 100 млрд руб. в 2012–2013 гг. К тому же теперь нужно учитывать и потребности в капвложениях присоединенного РАО ЕЭС Востока, которые также довольно велики. Но на фоне финансовых ограничений, возникших в том числе в результате отсрочки сделки по продаже собственных акций в пользу ВЭБа, появилась информация, что компания, сократив ряд статей, сформировала бездефицитную инвестиционную программу на 2012–2014 г. Тем не менее, по нашим оценкам, собственного денежного потока РусГидро для реализации инвестпрограммы может не хватить. Источники же дополнительного финансирования пока не известны – это может быть как допэмиссия акция, так новые заимствования.

#### Обращающиеся выпуски

##### HYDRRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
RusHydro'15	20 000 R	7,88	28 окт 15	8,21
РусГидро-02	10 000 R	8,00	22 апр 16	8,38
РусГидро-01	10 000 R	8,00	22 апр 16	8,38

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Динамика показателей РусГидро

по МСФО млрд руб.

	2008	2009	2010	2011
Выручка	108	338	527	363
EBITDA	34	53	70	75
Чистая прибыль	(19)	32	10	32
Рентабельность EBITDA, %	31	16	13	21
Чистая рентабельность %	(18)	9	2	9
Опер. денежный поток	28	41	51	65
Капвложения	(25)	(33)	(71)	(82)
Основные средства	337	360	519	569
Денежные средства	25	52	23	47
Долгосрочные займы	20	19	52	103
Краткосрочные займы	3	5	31	21
Собственный капитал	344	406	540	526
Активы	426	507	744	812
Долг, в т.ч.:	23	24	83	124
краткосрочные займы	3	5	31	21
долгосрочные займы	20	19	52	103
Чистый долг	(1)	(28)	60	77
Краткосрочные займы / Долг	0,1	0,2	0,4	0,2
Долг / EBITDA	0,7	0,5	1,2	1,7
Чистый долг / EBITDA	(0,0)	(0,5)	0,9	1,0
EBITDA / Проценты к уплате	18,5	21,6	28,7	30,5
Капитал / Активы	0,8	0,8	0,7	0,6

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Долговая нагрузка выросла, но менее существенно, чем мы ожидали.** Инвестиционная программа и присоединение РАО ЕЭС Востока, как и прогнозировало, привели к росту обязательств до 124 млрд руб. (49,5 млрд руб. по итогам 9 мес. 2011 г.). Структура долга при этом достаточно комфортная: доля коротких долгов составила порядка 20%. Отношение Долг/ЕБИТДА выросло до 1,7, тогда как мы прогнозировали более высокий показатель. А коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2011 г. составил около 1. Мы полагаем, что в дальнейшем долговая нагрузка компании продолжит расти, но вряд ли выйдет за пределы 3 в терминах Долг/ЕБИТДА.

**Облигации интереса не представляют.** Сейчас в обращении находятся два локальных выпуска и один рублевый евро-бонд РусГидро. Эти выпуски лежат практически на одной кривой с ФСК ЕЭС (BBB/Вaa2/-), обладающей не только более высокими рейтингами, но и большей долей государства в капитале. Таким образом, мы не видим существенного потенциала роста в выпусках компании и считаем их малопривлекательными.

### Ожидаемый рост долговой нагрузки и стабилизация рентабельности

Ключевые финансовые показатели РусГидро за 4 кв. и 2011 г. по МСФО млрд руб.

	2008	2009	2010	9 мес. 11	2011	2011 / 2010, %
Выручка	108	338	527	197	363	(31)
ЕБИТДА	34	53	70	52	75	6
Чистая прибыль	(19)	32	10	33	32	206
Рентабельность ЕБИТДА, %	31	16	13	26	21	
Чистая рентабельность %	(18)	9	2	17	9	
Опер. денежный поток	28	41	51	49	65	28
Капвложения	(25)	(33)	(71)	(40)	(82)	16
Основные средства	337	360	519	508	569	10
Денежные средства	25	52	23	39	47	110
Долгосрочные займы	20	19	52	46	103	99
Краткосрочные займы	3	5	31	4	21	(31)
Собственный капитал	344	406	540	536	526	(3)
Активы	426	507	744	662	812	9
Долг, в т.ч.:	23	24	83	49	124	50
краткосрочные займы	3	5	31	4	21	(31)
долгосрочные займы	20	19	52	46	103	99
Чистый долг	(1)	(28)	60	10	77	27
Краткосрочные займы / Долг	0	0	0	0	0	
Долг / ЕБИТДА	1	0	1	1	2	
Чистый долг / ЕБИТДА	(0)	(1)	1	0	1	
ЕБИТДА / Проценты к уплате	18	22	29	21	30	
Собственный капитал / Активы	1	1	1	1	1	

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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, dnevrovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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, degtyarevm@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  
Алексей Андреев, andreevae@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 Чугров, 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 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 2012