

## ХОРОШИЕ ПОКАЗАТЕЛИ, НО ОБЛИГАЦИИ ИНТЕРЕСА НЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ

### Отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г.

**Рост продолжается.** Вчера РусГидро опубликовало достаточно хорошие результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО. Принимая во внимание интенсивную инвестиционную деятельность компании в прошлом году, а именно покупку и продажу активов, сравнение отчетности с уровнями соответствующего периода 2011 г. в ряде случаев непоказательно. Так, консолидированная выручка в отчетном квартале практически в два раза уменьшилась относительно уровня годичной давности и составила 82,6 млрд руб. Столь существенное падение объясняется деконсолидацией проданных во 2 кв. 2011 г. сбытовых активов, без учета этого фактора в январе–марте 2012 г. выручка РусГидро поднялась на 15% год к году на фоне роста выработки на Саяно-Шушенской ГЭС, а также включения в отчетность показателей Башкирской сбытовой компании и РАО ЕЭС Востока, приобретенных во 2 п/г 2011 г.

**Повышение операционной эффективности.** EBITDA компании сократилась на 44% год к году до 18,9 млрд руб., что оказалось несколько лучше ожиданий рынка. Кроме того, за счет деконсолидации низкомаржинальных сбытов компании удалось повысить операционную эффективность – рентабельность по EBITDA в отчетном периоде составила 23% против 20% годом ранее. В то же время во 2 п/г 2011 г. РусГидро приобрело Башкирскую сбытовую компанию и РАО ЕЭС Востока, которые характеризуются довольно низкой операционной эффективностью из-за высоких объемов закупаемой энергии. Консолидация их результатов привела к снижению рентабельности по EBITDA РусГидро сравнению с показателями середины прошлого года (38% в 3 кв. 2011 г. и 26% за 9 мес. 2011 г.). Давление на рентабельность оказала и отмененная с 2012 г. инвестиционная составляющая тарифа для гидроэлектростанций. Согласно нашему прогнозу рентабельность по EBITDA РусГидро по итогам 2012 г., скорее всего, существенно не изменится и составит примерно 20–21%.

**Собственных средств на инвестпрограмму может не хватить.** Определяющим фактором для кредитного качества РусГидро является масштабная инвестпрограмма. Так, утвержденный в июне план предусматривает капзатраты в 2012 г. на уровне порядка 98 млрд руб., в 2013 г. – около 88 млрд руб., а в 2014 г. – приблизительно 63 млрд руб. По нашей оценке, операционного денежного потока на реализацию всей программы не хватит: в 2011 г. свободный денежный поток РусГидро был отрицательным и составил минус 17 млрд руб., а положительное значение показателя в 1 кв. 2012 г. оказалось весьма скромным – 0,3 млрд руб. В этой связи компании, на наш взгляд, предстоит прибегнуть к новым займам или получить нужные средства иным путем, в том числе от государства, в противном случае РусГидро придется сокращать инвестпрограмму.

### Обращающиеся выпуски РусГидро

HYDRRM (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн руб.	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
RusHydro '15	20 000	7,88	28 окт 15	8,64
РусГидро-02	10 000	8,00	22 апр 16	8,89
РусГидро-01	10 000	8,00	22 апр 16	8,74

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Динамика показателей РусГидро

МСФО млрд руб.	2008				2009				2010				2011			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Выручка	108	338	527	363	108	338	527	363	108	338	527	363	108	338	527	363
ЕБИТДА	34	53	70	75	34	53	70	75	34	53	70	75	34	53	70	75
Чистая прибыль	(19)	32	10	32	(19)	32	10	32	(19)	32	10	32	(19)	32	10	32
Рентабельность по EBITDA, %	31	16	13	21	31	16	13	21	31	16	13	21	31	16	13	21
Чистая рентабельность, %	(18)	9	2	9	(18)	9	2	9	(18)	9	2	9	(18)	9	2	9
Операционный денежный поток	28	41	51	65	28	41	51	65	28	41	51	65	28	41	51	65
Капзатраты	(25)	(33)	(71)	(82)	(25)	(33)	(71)	(82)	(25)	(33)	(71)	(82)	(25)	(33)	(71)	(82)
Основные средства	337	360	519	569	337	360	519	569	337	360	519	569	337	360	519	569
Денежные средства	25	52	23	47	25	52	23	47	25	52	23	47	25	52	23	47
Долгосрочные займы	20	19	52	103	20	19	52	103	20	19	52	103	20	19	52	103
Краткосрочные займы	3	5	31	21	3	5	31	21	3	5	31	21	3	5	31	21
Собственный капитал	344	406	540	526	344	406	540	526	344	406	540	526	344	406	540	526
Активы	426	507	744	812	426	507	744	812	426	507	744	812	426	507	744	812
Долг, в т.ч.:	23	24	83	124	23	24	83	124	23	24	83	124	23	24	83	124
краткосрочные займы	3	5	31	21	3	5	31	21	3	5	31	21	3	5	31	21
долгосрочные займы	20	19	52	103	20	19	52	103	20	19	52	103	20	19	52	103
Чистый долг	(1)	(28)	60	77	(1)	(28)	60	77	(1)	(28)	60	77	(1)	(28)	60	77
Доля краткосрочного долга, %	14	21	38	17	14	21	38	17	14	21	38	17	14	21	38	17
Долг / EBITDA	0,7	0,5	1,2	1,7	0,7	0,5	1,2	1,7	0,7	0,5	1,2	1,7	0,7	0,5	1,2	1,7
Чистый долг / EBITDA	(0,0)	(0,5)	0,9	1,0	(0,0)	(0,5)	0,9	1,0	(0,0)	(0,5)	0,9	1,0	(0,0)	(0,5)	0,9	1,0
EBITDA / Проценты к уплате	18,5	21,6	28,7	30,5	18,5	21,6	28,7	30,5	18,5	21,6	28,7	30,5	18,5	21,6	28,7	30,5
Капитал / Активы	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Долговая нагрузка стабилизировалась.** Продолжающаяся реализация инвестиционной программы вкупе с капзатратами присоединенных активов привела к росту объемов обязательств за 1 кв. 2012 г. на 14% до 141,3 млрд руб. При этом структура долга РусГидро, по нашему мнению, достаточно комфортная – доля краткосрочных обязательств составляет лишь 18%, а основная часть долга номинирована в рублях. Однако на фоне снижения EBITDA долговая нагрузка продолжает увеличиваться – отношение Долг/EBITDA по итогам 1 кв. 2012 г. составило 2,3 (1,5 в 2011 г.), а коэффициент Чистый долг/EBITDA поднялся до 1,5 (0,9 в 2011 г.). По нашей оценке, долговая нагрузка не будет активно расти и вряд ли превысит уровень 3,0.

**Облигации непривлекательны.** Сейчас в обращении находятся два локальных выпуска и один рублевый евробонд РусГидро. Все выпуски эмитента торгуются с премией к бумагам ФСК ЕЭС в размере около 20–30 б.п., что, на наш взгляд, адекватно отражает более высокие рейтинги и большие масштабы бизнеса сетевой компании. Как следствие, мы не видим потенциала роста котировок у бумаг РусГидро в ближайшее время.

### Долговая нагрузка продолжила расти, рентабельность стала немного выше

Ключевые финансовые показатели РусГидро за 1 кв. 2012 г. по МСФО, млрд руб.

	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	Изм. за кв., %	Изм. за год, %
Выручка	527	168	166	363	83	(50)	(51)
ЕБИТДА *	70	34	22	81	19	(16)	(44)
Чистая прибыль	10	26	(1)	32	11	(883)	(58)
Рентабельность ЕБИТДА, %	13	20	14	22	23		
Рентабельность ЧП %	2	15	(1)	9	13		
Операционный денежный поток	51	21	16	65	14	(15)	(35)
Капзатраты	(71)	(9)	(42)	(82)	(13)	(68)	44
Основные средства	519	578		569	578	2	
Денежные средства	23	50		47	50	6	
Дебиторская задолженность	42	56		50	56	12	
кредиторская задолженность	28	38		40	38	(5)	
Собственный капитал	540	536		526	536	2	
Активы	744	842		812	842	4	
Долг, в т.ч.:	83	141		124	141	14	
краткосрочные займы	31	26		21	26	20	
долгосрочные займы	52	116		103	116	13	
Чистый долг	60	91		77	91	18	
Доля краткосрочного долга, %	38	18		17	18		
Долг / ЕБИТДА	1,2	1,6		1,5	2,3		
Чистый долг / ЕБИТДА	0,9	2,7		0,9	1,5		
ЕБИТДА / Проценты к уплате	29	14	9	33	8		
Собственный капитал / Активы	0,7	0,6		0,6	0,6		

\* скорректировано на неденежные статьи

Источники: данные 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

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 Мырскова, myrsikovanv@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  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Макроэкономика

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

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

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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  
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 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