

ОТНОСИТЕЛЬНО СЛАБЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ОБЛИГАЦИИ НЕ ИНТЕРЕСНЫ

Отчетность за 1 п/г 2012 г.

Результаты 1 п/г в виду инвестиционной активности компании во многом нельзя сопоставить с предыдущими периодами.

Вчера РусГидро опубликовало достаточно слабые результаты 1 п/г 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. Тем не менее, сопоставимая выручка компании выросла на 12% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 151,2 млрд руб. На росте выручки благотворно сказались результаты приобретенной в сентябре 2011 г. энергосбытовой компании Башкортостана. При этом негативное воздействие оказала отмена инвестиционной составляющей в тарифах гидроэлектростанций в 2012 г., а также применение тарифов для оплаты мощности ГЭС во второй ценовой зоне со 2 кв. 2011 года вместо цен, сформированных по результатам конкурентных отборов мощности. EBITDA по итогам полугодия, снизившись на 37%, составила 31,1 млрд руб. – в результате изменения структуры Группы, а также уже упомянутой отмены инвестсоставляющей в тарифах. Кроме того, негативное воздействие на EBITDA оказали результаты приобретенного PAO ЭС Востока. Рентабельность, таким образом, составила 20,6%. За полугодие РусГидро получило чистый убыток в размере 468 млн руб.

Краткосрочный долг с лихвой покрывается объемом денежных средств на балансе. Общий уровень долга во 2 кв. 2012 г. вырос на 4% до 147 млрд руб., при этом чистый долг сократился на 4%, составив 87,2 млрд руб. Показатель долговой нагрузки Чистый долг/EBITDA к концу 1 п/г 2012 г. составил 1,5, не претерпев существенных изменений. За последние три отчетных месяца доля краткосрочного долга выросла с 18% до 28% – в течение ближайшего года компании предстоит рефинансировать обязательства на сумму 41,5 млрд руб., что, тем не менее, не вызывает беспокойства, поскольку этот объем с лихвой покрывается денежными средствами на балансе.

Долговая нагрузка продолжит расти на фоне масштабной инвестпрограммы. Операционный денежный поток компании в отчетном периоде составил 24,5 млрд руб., а объем капзатрат – 37,3 млрд руб. Ранее компания объявляла о своих планах по капзатратам, которые в 2012 г. должны составить 98 млрд руб. На наш взгляд, собственных денег ей при этом будет недостаточно и, скорее всего, придется либо прибегнуть к новым заимствованиям, либо получить нужные средства иным путем. Учитывая масштабные планы по расходам и в 2013 г. (88 млрд руб.), мы ожидаем продолжения роста долговой нагрузки до конца текущего года и в следующем году.

Обращающиеся выпуски

HYDRRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пор.	Доходн., %
RusHydro'15	20 000 R	7,88	28 окт 15	8,05
РусГидро-02	5 000 R	8,00	22 апр 16	8,37
РусГидро-01	10 000 R	8,00	22 апр 16	8,40

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финпоказатели РусГидро

МСФО, млрд руб.

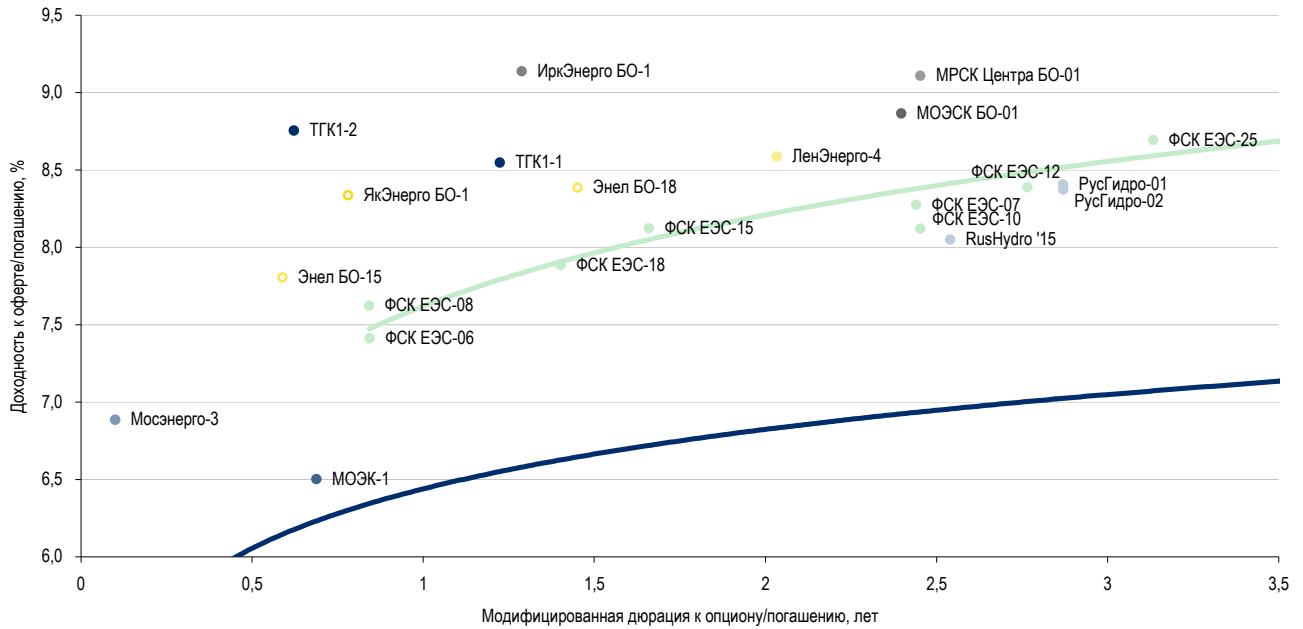
	1 п/г 2011	2011	1 п/г 2012
Выручка	134,9	275,9	151,2
EBITDA	49,3	77,0	31,1
Чистая прибыль	32,4	29,5	(0,5)
Долг	49,0	124,0	147,0
Чистый долг	(2,7)	76,7	87,2
Капитал	531,5	525,7	528,1
Активы	647,5	811,8	839,8
Рентабельность по EBITDA, %	36,6	27,9	20,6
Долг/EBITDA		1,6	2,5
Чистый долг/EBITDA		1,0	1,5
Акц. капитал/Активы	0,8	0,6	0,6
Акц. капитал/Долг	10,9	4,2	3,6
Коэффициент тек. ликвидности	3,3	1,1	1,0
Доля краткоср. долга, %	6,8	17,3	28,2
Операц. ден. поток	43,4	64,7	24,5
Ден. поток от инв. деятельности	(28,9)	(81,0)	(30,3)
Ден. поток от фин. деятельности	12,1	35,2	18,3
Капзатраты	(27,5)	(81,9)	(37,3)
Свобод. ден. поток	15,9	(17,2)	(12,8)
Опера. ден. поток/Капзатраты	1,6	0,8	0,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации РусГидро интереса не представляют. На данный момент в обращении находятся два локальных выпуска РусГидро, а также один рублевый евробонд. В последнее время локальные выпуски торгуются со спредом к кривой ОФЗ, составляющим 130–140 б.п. и дисконтом к кривой ФСК на уровне 10–20 б.п., что представляется нам необоснованным, принимая во внимание разницу в кредитных рейтингах и масштабах бизнеса двух компаний. Таким образом, бумаги РусГидро выглядят, по нашему мнению, перекупленными.

Облигации РусГидро представляются переоцененными

Рублевые облигации компаний электроэнергетического сектора, 22.10.2012 г.



Источники: ММВБ, Bloomberg, 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

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 Боженко, bozhenkoNV@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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@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 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