

## Пульс рынка

---

- В своем вчерашнем выступлении Б. Бернанке по сути не сказал ничего нового, было лишь выражено опасение о том, что бюджетные ограничения (в частности, слишком быстрое сокращение бюджетных расходов) могут негативно сказаться на росте экономики и рынке труда. По-видимому, запуск более масштабных мер в рамках продолжения количественного смягчения не согласуется с долгосрочными планами по снижению бюджетного дефицита. В связи с намерениями США устранить свой бюджетный дисбаланс интерес представляет рассмотрение американским правительством законопроекта, который позволил бы ввести заградительные пошлины на товары из Китая, в ответ на его нежелание либерализовать юань (укрепление к доллару). Принятие рассматриваемого законопроекта нарушает принципы ВТО и открывает прямой путь к валютным войнам, что в краткосрочной перспективе может оказать негативное влияние на глобальный экономический рост. В то же время с точки зрения устранения глобальных дисбалансов данная мера оправдана, поскольку будет стимулировать Китай к увеличению внутреннего потребления.
- Ситуация в еврозоне вчера развивалась на фоне обострения финансового кризиса. Отсутствие продвижения в вопросе о предоставлении помощи Греции, которое было в очередной раз отложено (теперь на ноябрь), угрожает стабильности банковской системы еврозоны. Первым банком, объявившим о своих проблемах, стал Dexia (являющийся крупнейшим бельгийским банком с рейтингом от Fitch на уровне A+/Стабильный), размер капитала которого не позволяет самостоятельно абсорбировать убытки от обесценения суверенных облигаций Греции и прочих периферийных стран на балансе. Рыночная капитализация Dexia снизилась на 38% до 2 млрд евро, при этом объем греческого долга на балансе составляет 4,8 млрд евро, а размер кредитного портфеля более 500 млрд евро. Несмотря на наличие полной гарантии со стороны правительства Бельгии по депозитам физлиц, произошло также бегство вкладчиков Dexia. Снижение рейтинга Италии агентством Moody's вслед за S&P сразу на три ступени (с Aa2 до A2/негативный) хотя и было ожидаемым, судя по недавней динамике кредитных спредов, стало еще одним поводом для бегства в качество. Позитивным моментом стало подтверждение рейтинга Португалии агентством S&P на уровне BBB-. Текущие события пока развиваются по сценарию развала еврозоны, что может ускорить обесценение евро.
- С начала вчерашних торгов по 37,5 руб. стоимость бивалютной корзины в течение дня преимущественно росла, преодолев за полчаса до окончания торговой сессии уровень сопротивления ЦБ в 37,6 руб., что сопровождалось продажами иностранной валюты Банком России, по нашим оценкам, в размере 800 млн долл. Таким образом, границы плавающего коридора теперь смещены к 32,6-37,6 руб.
- Несмотря на усиление негатива из ЕС, котировки нефти Brent не смогли преодолеть уровень сопротивления 100 долл./барр., что, возможно, стало причиной фиксации прибыли по длинным позициям в бивалютной корзине ЦБ, которая сегодня на утро подешевела на 15 копеек до 37,43 руб. В то же время в долговом сегменте РФ преобладают негативные настроения.
- По данным Росстата, инфляция за сентябрь составила 0% против дефляции -0,2% в августе 2011 г. Некоторое ослабление дефляционного эффекта позволило годовому показателю замедлиться до 7,2% против 8,2% месяцем ранее. Такая ценовая динамика вкупе с сокращением базовой инфляции (очищенной от топливной и сезонных составляющих) до 7,4% г./г. с 8,1% г./г. повышает вероятность того, что по итогам 2011 г. инфляция уложится в прогнозируемые нами 6,7%.

## Темы выпуска

---

- РусГидро: двухзначная доходность квазисуверенных облигаций
-

## РусГидро: двухзначная доходность квазисуверенных бондов

РусГидро (BB+/Ba1/BB+), крупнейшая по установленной мощности генерирующая компания в РФ, опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 1П 2011 г., которую мы, в целом, оцениваем позитивно.

Улучшение основных финансовых показателей компании было обусловлено продолжающимся восстановлением Саяно-Шушенской ГЭС, а также ростом цен и поставляемых объемов на полностью либерализованный оптовый рынок электроэнергии, более чем компенсировавшим снижение выработки энергии в Европейской части РФ из-за низкого уровня воды, все еще связываемого с последствиями засухи лета 2010 г.

Отраженное в отчетности снижение выручки на 20% г./г. вызвано деконсолидацией в отчетном периоде 5 энергосбытовых компаний, без учета которых этот показатель демонстрирует рост на 11% г./г. Увеличение EBITDA составило 18% относительно аналогичного периода годом ранее, рентабельность EBITDA повысилась с 17,1% в 1П 2010 г. до 25,2% в 1П 2011 г. В отчетном периоде долг компании увеличился на 22% в связи с размещением двух облигационных займов на сумму 15 млрд руб. в апреле 2011 г. При этом стоит отметить, что чистый долг отрицателен.

Среди основных опасений в отношении ближайших перспектив развития компании можно отметить потенциальное снижение потребления электроэнергии промышленными потребителями, в случае если текущая нестабильность на финансовых рынках перекинется на реальный сектор экономики. При этом мы не ожидаем существенного снижения выработки на станциях РусГидро, учитывая, что они загружаются в приоритетном порядке. Более значительное негативное влияние на финансовые показатели компании может оказать коррекция цен на оптовом рынке, которая будет сопровождать сокращение спроса.

### Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	164 343	204 978	-20%
Выручка без учета группы выбытия	68 558	62 039	+11%
EBITDA	41 436	35 149	+18%
Рентабельность по EBITDA	25,2%	17,1%	+8,1 п.п.
Операционная прибыль	33 852	29 251	+16%
Операционная рентабельность	20,6%	14,3%	+6,3 п.п.
Чистая прибыль	27 053	21 462	+26%
Операционный поток	40 480	21 423	+89%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-22 471	-49 838	-2,2x
капвложения	-20 867	-21 371	-2%
Финансовый поток	8 696	3 552	+2,4x

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	48 950	40 072	+22%
Краткосрочный долг	3 313	8 332	-2,5x
Долгосрочный долг	45 637	31 740	+44%
Долг/EBITDA*	0,84x	0,77x	-
Чистый долг	-2 737	20 982	-
Чистый долг/EBITDA*	отр.	0,41x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост операционных результатов был обеспечен только увеличением выработки на Саяно-**

Рост производства электроэнергии в 1П 2011 г. на 5% до 38,6 тыс. ГВтч был обеспечен исключительно увеличением выработки энергии на Саяно-Шушенской ГЭС с 3,8 тыс. до 9,7 ГВтч в результате запуска восстановленных агрегатов (сейчас работают 4 агрегата против 2 в 1П 2010 г.). При этом наблюдалась слабая динамика операционных показателей в Европейской части РФ, что было вызвано плохими гидротехническими условиями. Так, низкий

<b>Шушенской ГЭС</b>	уровень воды в реках, связываемый с засухой лета 2010 г., стал причиной падения выработки в Центральной части РФ на 11%, на Кавказе - на 36%.
<b>Рост цен компенсировал снижение выработки в Европейской части РФ</b>	Сокращение производства электроэнергии в Европейской части было более чем компенсировано ростом цен (+23% г./г.). Напомним, с января 2011 г. оптовый рынок электроэнергии стал полностью либерализованным (в 1П 2010 г. на свободный сегмент приходилось 60% рынка).
<b>ЕБИТДА увеличилась на 18% г./г., рентабельность - на 8 п.п.</b>	Мы отмечаем, что увеличение ЕБИТДА в 1П 2011 г. на 18% в сравнении с 1П 2010 г. в большей степени связано со снижением закупаемых объемов электроэнергии и мощности (даже без учета деконсолидированных активов, этот показатель снизился на 14%) в результате увеличения выработки с Саяно-Шушенской ГЭС и продолжившейся либерализации рынка.  На данный момент мы не видим существенной возможности роста цен и, соответственно, рентабельности электрогенерирующих компаний. Предельный уровень цен на мощность на 2012 год сохранен на уровне 2011 г. (для первой ценовой зоны - 118 тыс. руб./МВт в месяц; для второй - 126 тыс. руб./МВт в месяц). Цены на электроэнергию на оптовом рынке пока остаются стабильными. В отличие от других электрогенераторов дополнительно в тарифах РусГидро и Росатом учитывается целевая инвестиционная составляющая (ЦИС). В 2011 г. ЦИС для РусГидро планировались на уровне 17 млрд руб., однако были урезаны до 13 млрд руб. На 2012 г. планируемый объем ЦИС - 17,9 млрд руб. Начиная с 2013 г. ЦИС для РусГидро не предусмотрены.  РусГидро осуществляет строительство Богучанского энерго-металлургического объединения (БЭМО) совместно с РУСАЛом (50%/50%). Сумма ежегодных инвестиций по проекту составляет около 20-30 млрд руб. Ранее компания финансировала свою часть затрат за счет приобретения беспроцентных долгосрочных векселей, однако начиная с декабря 2010 г. проект осуществляется за счет привлечения кредитов ВЭБа на ОАО Богучанская ГЭС (50 млрд руб.), по которым РусГидро и РУСАЛ предоставляют поручительства. Соответственно, в настоящее время финансирование данного проекта не отражается на балансе РусГидро.  Инвестиции РусГидро, которые в отчетном периоде в основном представлены капитальными вложениями (21 млрд руб.), были полностью профинансированы из операционных денежных потоков. Исходя из общей суммы инвестпрограммы на 2011 г. (без учета БЭМО) в 78 млрд руб., во 2П 2011 г. капвложения РусГидро должны составить около 57 млрд руб. Мы полагаем, что до конца 2011 г. компании не потребуются дополнительные заемные средства для осуществления инвестпрограммы. Однако мы не исключаем возможность привлечения нового долга для сделок M&A. В частности, РусГидро рассматривает возможность покупки гидрогенерирующих активов за рубежом, а также энергосбытовых компаний. Так, в сентябре 2011 г. была приобретена Энергосбытовая компания Башкортостана за 5,7 млрд руб.  Обмен активами между государством, РусГидро и Интер РАО существенно не влияет на кредитный профиль компании. В августе этого года состоялась регистрация допэмиссии акций РусГидро (89 млрд руб.). Помимо 53% РАО ЕС Востока и прочих активов государство передает компании плотины ГЭС Иркутсэнерго, а Интер РАО - 40% этого предприятия. В дальнейшем планируется, что вместе с имеющимися у нее 25% Красноярской ГЭС, РусГидро должно обменять эти активы на долю в Евросибэнерго, однако параметры сделки в настоящее время не определены.
<b>Увеличение долга связано с выпуском рублевых облигаций</b>	В 1П 2011 г. компанией были размещены облигации на 15 млрд руб., что привело к увеличению долгосрочного долга на 44% до 45,6 млрд руб. Соотношение Общий долг/ЕБИТДА остается на низком уровне 0,84х, при этом мы отмечаем, что чистый долг компании отрицателен. Накопленные на балансе денежные средства на конец 1П 2011 г. составляли 52 млрд руб. Основная часть долга погашается через 4-5 лет (рублевые еврооблигации RusHydro15 номиналом 20 млрд руб. с погашением в 2015 г. и 10-летние рублевые выпуски РусГидро-01,02 (15 млрд руб.) с офертой в 2016 г.).
<b>Рублевый евробонд RusHydro15 интересен для carry</b>	Рублевые облигации РусГидро-1,2, в последнее время утратившие ликвидность, котируются на ММВБ на уровне YTM9%, что предполагает премию к близким по дюрации бумагам ОФЗ 25077 менее 50 б.п., что, наш взгляд, выглядит непривлекательно. Выпуск рублевых евробондов

### trade

RusHydro15 (YTM11%) может быть интересным для покупки, учитывая квазисуверенный статус эмитента, а также его присутствие в списке ценных бумаг, принимаемых по сделкам прямого внебиржевого РЕПО с ЦБ РФ с дисконтом 15%. Мы рекомендуем бумаги RusHydro15 инвесторам, готовым сейчас рассматривать вложения в длинные облигации в рамках реализации стратегии carry-trade над ставками РЕПО ЦБ.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221-9801

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.