

Российские корпоративные облигации

28 апреля 2011 г.

РусГидро: повышение рейтинга не за горами

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала ожидаемые рынком результаты по МСФО за 2010 г. Напомним, что ранее уже была выпущена отчетность по РСБУ за 2010 г., которая в целом давала представление об итогах основной деятельности Компании в прошлом году. Мы предполагаем, что в скором времени ее кредитный рейтинг может быть повышен до инвестиционного уровня.

- Выручка РусГидро по МСФО в 2010 г. увеличилась на 24% и составила 418 млрд руб., из которых ~75% пришлось на энергосбытовую деятельность. Основным фактором роста стало увеличение доли продаж электроэнергии по более высоким ценам на свободном рынке.
- Консолидация энергосбытовых компаний в 2010 г привела к возникновению существенного различия в размере выручки по РСБУ и МСФО. При этом генерирующий сегмент продолжал формировать ~85% EBITDA Группы РусГидро, которая составила 61,6 млрд руб. в 2010 г.
- В марте 2011 г. ключевые энергосбытовые компании (~90% выручки и 80% EBITDA этого сегмента по отчетности 2010 г.) были переданы Интер РАО и деконсолидированы. В отчетности по МСФО они перестанут отражаться, начиная с 1 п/г 2011 г. Таким образом, выручка по МСФО существенно снизится до уровня, сопоставимого с показателем по РСБУ, а сокращение EBITDA составит порядка 15%, что приведет к увеличению уровня рентабельности по МСФО.
- В результате финансирования инвестпрограммы общий долг РусГидро за год увеличился до 40 млрд руб. (+64%) и за 1 кв. 2011 г. практически не изменился. Уровень долговой нагрузки остается низким: Общий долг/EBITDA стабильно ниже 1,0x.
- Утвержденная инвестпрограмма РусГидро на 2011-2013 гг. составляет около 100 млрд. в год. Кроме того, Компания довольно активно рассматривает возможность покупки новых гидрогенерирующих активов, в том числе за рубежом, а также расширения энергосбытовой деятельности. Мы считаем, что РусГидро может позволить себе увеличить показатель Финансовый долг/EBITDA до уровня 2,0-2,5x, при этом продолжая соответствовать рейтингу инвестиционного уровня.

Финансовые показатели, МСФО	2009	2010	Изм.
Выручка, млн руб.	338 460	418 003	+24%
EBITDA, млн руб.	52 951	61 575	+16%
Рентабельность по EBITDA, %	16%	15%	-1 п.п.
Чистая прибыль, млн руб.	32 112	11 330	-13%
Скорректированная чистая прибыль, млн руб.*	32 112	35 887	+12%
Скорректированная чистая рентабельность, %	9%	9%	0 п.п.
Общий долг, млн руб.	24 439	40 072	+64%
Чистый долг, млн руб.	-28 004	20 982	n/a
Чистый долг/EBITDA, x	отр.	0,3	n/a

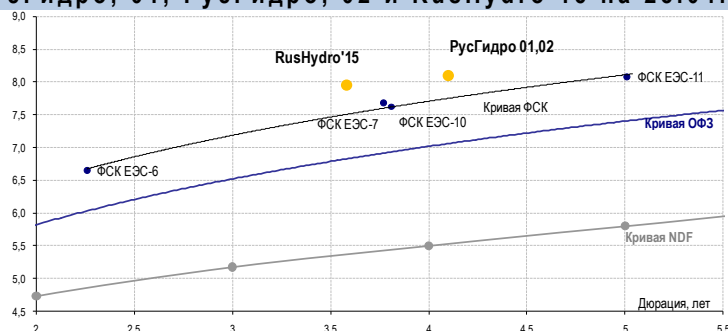
* скорректирована на убыток от переоценки активов Дальнего Востока

Финансовые показатели, РСБУ	2009	2010	Изм.
Выручка, млн руб.	78 996	88 979	+13%
EBITDA, млн руб.	50 396	51 754	+3%
Рентабельность по EBITDA, %	63,8%	58,2%	-5,6 п.п.
Чистая прибыль, млн руб.	10 329	37 963	+3,7x
Чистая рентабельность, %	13,1%	42,7%	+29,6 п.п.
Общий долг, млн руб.	18 049	37 211	+2,1x
Чистый долг, млн руб.	16 043	32 728	+2,0x
Чистый долг/EBITDA, x	0,3x	0,6x	n/a

Источники: Компания, оценки Райффайзенбанка

Оценка доходности облигационных займов РусГидро, 01, РусГидро, 02 и RusHydro'15 на 28.04.2011

Оценка справедливой доходности



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Текущая премия РусГидро к кривой ФСК ЕЭС составляет порядка 45-50 б.п. Мы считаем, что в случае повышения кредитного рейтинга у бумаг Компании есть потенциал роста как минимум на 10-20 б.п.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров	aleksander.khristoforov@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов	aleksey.baranov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146
Федор Бизиков	fedor.bizikov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Денис Леонов	denis.leonov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева	mmurdyeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова	nadezhda.zotova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию 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.