

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

РусГидро (BB+/Ba1/BB+): позитивный финансовый отчет компании за 2013 г. на фоне сильных операционных результатов и сокращения капвложений

Вчера РусГидро опубликовала финансовые итоги за 4К13 и 2013 г. в целом. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Компания отразила в отчетности рост финансовых результатов и операционной рентабельности, а также – снижение долговой нагрузки, несмотря на рост долга и сокращение ликвидной позиции на балансе. Выручка РусГидро увеличилась на 5.6% г/г (до 326.9 млрд. руб.), в то же время EBITDA выросла на 23.3% г/г (до 79.2 млрд. руб.), что повысило рентабельность по EBITDA до 24.2% (рост на 3.5 пп г/г). Основными драйверами увеличения выручки в прошлом году стали очень хорошая гидрологическая обстановка на плотинах ГЭС компании, обеспечившая рекордную выработку электроэнергии в 2013 г. (выросла на 10.4% г/г), а также увеличение поступлений от продаж теплоэнергии и горячей воды. Кроме того, рост выручки был поддержан индексации регулируемых тарифов на энергию мощность и повышением цен на электроэнергию на рынке «на сутки вперед» и мощностью – на рынке конкурентного отбора мощности для ГЭС первой ценовой зоны. Рост операционной рентабельности был обеспечен, в том числе, отсутствием значительных расходов на ремонт станций (Зейская и Бурейская ГЭС) после наводнений в Дальневосточном регионе. Да и в целом, РусГидро весьма успешно сдерживала рост операционных расходов в течение прошлого года: по итогам 2013 г. их сумма осталась практически неизменной (рост всего на 0.6% г/г) на фоне опережающего роста выручки. Одновременно с публикацией отчетности, руководство компании сообщило, что по итогам 2014 г. ожидает показатель EBITDA на уровне выше результатов 2013 г.

Свободный денежный поток (чистый операционный денежный поток за вычетом капрасходов и платежей по процентам) РусГидро сохранился в отрицательной зоне и составил -12.8 млрд. руб. В то же время, нужно отметить, что дефицит средств в 4К13 не сильно вырос по сравнению с накопленным итогом за 9М13 (-11.2 млрд. руб.), а результат за 2013 г. в целом заметно улучшился по сравнению с 2012 г., в котором дефицит составил 35.7 млрд. руб. На это, с одной стороны повлиял, рост чистого операционного денежного потока (за вычетом процентов) на 3.3% г/г (до 48.8 млрд. руб.), однако, в большей степени, заметно меньшие объем капитальных расходов, осуществленных РусГидро в 2013 г. Объем финансирования CAPEX в прошлом году ожидался близким к уровню 2012 г. (83 млрд. руб. или 1.3x EBITDA), но в действительности оказался на 25.8% ниже и составил всего 61.6 млрд. руб. (0.8x EBITDA). Значимой статьей расходов РусГидро не операционного характера в прошлом году стали, по сути, только дивидендные выплаты на 3.7 млрд. руб. Эти выплаты, как и отрицательный свободный денежный поток, были покрыты за счет привлечения нового долга и расходования части накопленных на балансе средств (денежные остатки снизились концу 4К13 до 34.5 млрд. руб. против 39.8 млрд. руб. на начало года).

Совокупный долг РусГидро вырос на конец 4К13 до 151.8 млрд. руб. (рост на 7.6% к началу года), при этом чистый долг рос быстрее из-за расходования наличности на балансе и составил к концу года 117.3 млрд. руб. (рост на 15.9% к началу года). Несмотря на это, долговая нагрузка компании даже незначительно снизилась, благодаря опережающему росту EBITDA в 2013 г., и составила на конец года 1.5x в терминах чистый долг/EBITDA (против 1.6x на начало года). Вместе с

Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 2013 г.

млн. руб.	2013	2012	%
Выручка	326 878	309 601	5.6%
EBITDA*	79 171	64 188	23.3%
Операционная прибыль/(убыток)	22 844	(5 302)	-
Чистая прибыль/(убыток)	20 993	(25 324)	-
Рентабельность по EBITDA	24.2%	20.7%	3.5 пп
Операционная рентабельность	7.0%	-	-
Чистая рентабельность	6.4%	-	-
Операц. денеж.поток до изм. в ОК	79 167	64 985	21.8%
Чистый операцион. денеж. поток**	48 848	47 302	3.3%
CAPEX	61 641	83 042	-25.8%
Свободный денежный поток	(12 793)	(35 740)	-64.2%

млн. руб.	2013	2012	%
Активы	852 042	854 267	-0.3%
в т.ч. денежные средства	34 472	39 819	-13.4%
Долг	151 777	141 035	7.6%
доля краткосрочного долга	13.1%	52.3%	-39.2 пп
Чистый долг	117 305	101 216	15.9%
Капитал	596 707	540 405	10.4%
CAPEX/EBITDA	0.8x	1.3x	-
Долг/EBITDA	1.9x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA	1.5x	1.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.8x	5.5x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

* показан скорректирован на неденежные статьи

** за вычетом процентов уплаченных

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

тем, наиболее важным улучшением с точки зрения долга стало даже не сохранение долговой нагрузки на прежнем уровне (что уже само весьма позитивный фактор), а существенное удлинение дюрации долгового портфеля, снявшее давление на ликвидность компании. Так, если на начало года на долю коротких обязательств приходилось более половины долга РусГидро, то к концу 2013 г. их доля упала до 13.1%, в том числе за счет выпуска 2-х пятилетних рублевых бондов общей суммой в 20 млрд. руб.

Подводя итог, отметим, что 2013 г. стал действительно хорошим годом для РусГидро (и в части динамики операционных результатов, и в части сохранения уровня долговой нагрузки), однако, мы не ожидаем, что это транслируется в какие-то позитивные для компании рейтинговые действия, поскольку, насколько мы понимаем, в этом ожидается восстановление CAPEX до привычного уровня последних лет. Даже после корректировки на 10% вниз, о которой уже заявила компания, инвестиции текущего года могут составить около 87 млрд. руб. (1.1x EBITDA LTM), что вновь означает перспективу повышения долговой нагрузки.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

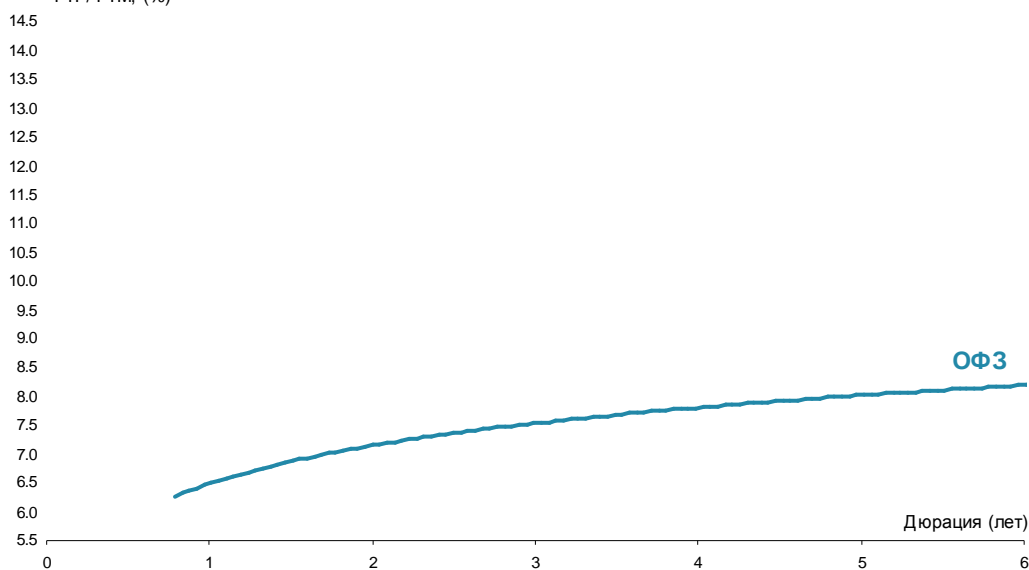
Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / В+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	В / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	В / В2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / ВВВ	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / ВВВ	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	ВВ- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.

15.0 УТР/УТМ, (%)



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.