

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий [d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

**РусГидро (BB+/Ba2/BB): умеренно негативные финансовые результаты за 2014 г., рублевые еврооблигации компании потеряли привлекательность**

Вчера РусГидро предоставил консолидированные финансовые результаты по МСФО за 2014 г., которые в целом произвели на нас умеренно негативное впечатление. На фоне общего сокращения выработки электроэнергии на 12% в 2014 г., что преимущественно стало следствием снижения притока воды в водохранилища Волжско-Камского каскада и в Саяно-Шушенское водохранилище, по сравнению с 2013 г. РусГидро все же удалось продемонстрировать минимальный рост выручки на 4.6% (до 341.9 млрд руб.), в первую очередь, благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре. Так основную поддержку показателю оказал рост цен на рынке «на сутки вперед» второй ценовой зоны и цен продажи мощности, кроме того в меньшей степени индексация регулируемых тарифов на электроэнергию и мощность со 2П13 г. и рост прочей выручки. В тоже самое время, увеличение выручки было полностью «съедено» опережающими темпами роста операционных расходов, что в итоге дало негативную проекцию на показатель EBITDA и рентабельность по EBITDA, которые по итогам 2014 г. снизились до 73.2 млрд руб. (-7.5% г/г) и до 21.4% (-2.8 п.п. г/г) соответственно. Ключевой рост в структуре операционных расходов пришелся на статью оплаты труда, которая увеличилась на 14.4% (до 65.1 млрд руб.), при этом расходы на покупную электроэнергию и мощность выросли на 5.3% (до 57.5 млрд руб.), а на распределение электроэнергии на 8.9% (до 41.3 млрд руб.). Несмотря на это, по итогам 2014 г. РусГидро все же удалось «спасти» чистую прибыль и нарастить показатель на 14% (до 24.1 млрд руб.), хотя это было обеспечено в большей мере неденежным фактором, а именно почти двукратным снижением бумажного убытка от экономического обесценения основных средств по сравнению с 2013 г.

Как 2013 г., так прошедший год РусГидро завершил в области отрицательного свободного денежного потока в размере 20.6 млрд руб., что было обусловлено преимущественно возросшим уровнем капрасходов на 27.5% (до 78.6 млрд руб.). В результате для нивелирования возникшего дефицита компания существенно нарастила объем долговых обязательств на 16.6% (до 177 млрд руб.), тем самым при сохранении подушки ликвидности на уровне 2013 г. увеличила объем долговой нагрузки в терминах Ч.Долг/EBITDA до 2.4x. Отметим, что рост долга был вызван не переоценкой кредитного портфеля в связи с девальвацией рубля (более 90% составляют рублевые обязательства), как у многих госкомпаний, а за счет привлечения, как долгосрочного, так и краткосрочного банковского финансирования. Привлечение дополнительного долга не отразилось положительно на структуре погашения общего долга, в итоге доля краткосрочного долга выросла с 13.1% в 2013 г. до 32.7%, что в целом заметно повышает риски рефинансирования компании, так как остаток денежных средств на балансе перекрывает только на 60% объем краткосрочных обязательств.

Последние негативный рейтинговые действия в отношении компании (февраль-март 2015) были обусловлены фактором снижения "суверенного потолка". С точки зрения текущих рейтинговых ограничений, представленные результаты компании выглядят вполне нейтрально: рост краткосрочного долга и ухудшение ликвидного профиля, по всей видимости, являются временным явлением, а по уровню долговой нагрузки Русгидро находится по середине границ, установленных агентствами в качестве условий для пересмотра рейтинга компании в ту или иную сторону (Долг/EBITDA 3.0x-2.0/1.5x).

### Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 2014 г.

| млн руб.                     | 2014     | 2013     | %г       |
|------------------------------|----------|----------|----------|
| Выручка                      | 341 988  | 326 878  | +4.6%    |
| EBITDA                       | 73 249   | 79 171   | -7.5%    |
| Операционная прибыль         | 33 882   | 22 844   | +48.3%   |
| Чистая прибыль               | 24 131   | 20 993   | +14.9%   |
| Рентабельность по EBITDA     | 21.4%    | 24.2%    | -2.8 пп  |
| Операционная рентабельность  | 9.9%     | 7.0%     | +2.9 пп  |
| Чистая рентабельность        | 7.1%     | 6.4%     | +0.6 пп  |
| Операц. денеж. поток до изм. | 73 867   | 79 167   | -6.7%    |
| Чистый операцион. денеж. п.  | 57 926   | 62 428   | -7.2%    |
| CAPEX                        | 78 577   | 61 641   | +27.5%   |
| Свободный денежный поток     | (20 651) | (12 793) | -        |
| млн руб.                     | 2014     | 2013     | %г       |
| Активы                       | 883 770  | 856 112  | +3.2%    |
| в т.ч. денежные средства     | 34 394   | 34 472   | -0.2%    |
| Долг                         | 177 030  | 151 777  | +16.6%   |
| доля краткосрочного долга    | 32.7%    | 13.1%    | +19.6 пп |
| Чистый долг                  | 142 636  | 117 305  | +21.6%   |
| Капитал                      | 595 151  | 596 707  | -0.3%    |
| CAPEX/EBITDA                 | 1.1x     | 0.8x     | -        |
| Долг/EBITDA LTM              | 2.4x     | 1.9x     | -        |
| Чистый долг/EBITDA LTM       | 1.9x     | 1.5x     | -        |
| EBITDA/Процентные платежи    | 5.3x     | 5.8x     | -        |
| Долг/Капитал                 | 0.3x     | 0.3x     | -        |

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Короткий рублевый выпуск еврооблигации HYDRRM-15 с погашением в конце октября этого года, на наш взгляд, потерял всю привлекательность: последние биды по выпуску находятся на уровне 96.6%, что соответствует доходности 14.7% годовых. Из рублевых выпусков, на наш взгляд, наиболее интересным по доходности и дюрации может быть короткий выпуск серии 01, который предлагает доходность по бидам в районе 15.6% годовых на дюрации 0.9 г.

## Первичный рынок

| Выпуск     | Рейтинг,<br>S&P/M/F | Возможность<br>включения в<br>Ломбард ЦБ | Размещаемый<br>объем,<br>млн. руб. | Ориентир<br>УТР/УТМ,<br>% годовых | Закрывание<br>книги | Дата<br>размещения | Амортизация/<br>Дюрация | Оферта/<br>Погашение |
|------------|---------------------|------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|---------------------|--------------------|-------------------------|----------------------|
| МКБ, БО-09 | BB- / B1 / BB-      | да                                       | 3 000                              | 15.56                             | 23.03.2015          | 25.03.2015         | нет / 1 г               | 1 г / 5 л            |

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<br>включения в<br>Ломбард ЦБ | Размещенный<br>объем,<br>млн. руб. | Bid cover/<br>Размещ. объем | Ориентир<br>УТР/УТМ,<br>% годовых | Фактическая<br>УТР/УТМ,<br>% годовых | Дата<br>размещения | Амортиз.<br>Дюрация |
|-----------------------------------|-------------------|------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------------|---------------------|
| Связь-Банк, БО-04                 | B+ / - / -        | да                                       | 5 000                              |                             | 15.56                             | 15.56                                | 24.03.2015         | нет / 1 г           |
| Россельхозбанк, БО-17             | - / Ba1 / BB+     | да                                       | 5 000                              | н/д / 100%                  | 15.87-16.43                       | 16.15                                | 26.02.2015         | нет / 1 г           |
| Связьбанк, БО-03                  | BB / - / BB       | да                                       | 5 000                              | н/д / 100%                  | 16.10-16.64                       | 16.10                                | 26.02.2015         | нет / 1 г           |
| АФК Система, БО-01                | BB / B1 / BB-     | да                                       | 10 000                             | н/д / 100%                  | 17.72-18.27                       | 17.72                                | 19.02.2015         | нет / 1 г           |
| Газпромбанк, БО-20                | BBB-/Ba1/BB+      | да                                       | 5 000                              | 2.7 / 100%                  | 16.50-16.75                       | 15.90                                | 09.02.2015         | нет / 0 г           |
| Бинбанк, БО-07                    | B / - / -         | да                                       | 2 000                              | н/д / 100%                  | н/д                               | 18.81                                | 26.01.2015         | нет / 1 г           |
| Бинбанк, БО-06                    | B / - / -         | да                                       | 2 000                              | н/д / 100%                  | н/д                               | 18.81                                | 26.01.2015         | нет / 1 г           |
| Российский Капитал, БО-03         | - / - / B+        | да                                       | 3 000                              | н/д / 100%                  | 18.81                             | 18.81                                | 22.01.2015         | нет / 1 г           |
| Банк ФК Открытие, БО-07           | BB- / Ba3 / -     | да                                       | 5 000                              | н/д / 100%                  | 17.72-18.27                       | 17.72                                | 22.01.2015         | нет / 0 г           |
| Бинбанк, БО-05                    | B / - / -         | да                                       | 2 000                              | н/д / 100%                  | н/д                               | 14.49                                | 10.12.2014         | нет / 1 г           |
| Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)        | B / - / -         | да                                       | 3 000                              | н/д / 100%                  | н/д                               | 12.12                                | 10.12.2014         | нет / 0 г           |
| Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)        | B / - / -         | да                                       | 3 000                              | н/д / 100%                  | н/д                               | 12.56                                | 10.12.2014         | нет / 0 г           |
| ВТБ Лизинг Финанс, БО-08          | BBB- / - / -      | да                                       | 10 000                             | н/д / 100%                  | н/д                               | 13.37                                | 04.12.2014         | да / 1 г            |
| Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.) | BB- / Ba3 / -     | да                                       | 5 000                              | н/д / 100%                  | 12.00                             | 12.00                                | 04.12.2014         | нет / 0 г           |
| Банк МИБ, 03                      | - / A3 / -        | да                                       | 4 000                              | 1.2 / 100%                  | 12.63                             | 12.63                                | 02.12.2014         | нет / 1 г           |
| Альфа-Банк, БО-15                 | BB+ / Ba1 / BBB-  | да                                       | 5 000                              | н/д / 100%                  | 13.16-13.69                       | 13.69                                | 02.12.2014         | нет / 1 г           |
| Банк Союз, БО-06                  | B / - / -         | да                                       | 1 000                              | н/д / 100%                  | 13.16-13.69                       | 13.42                                | 28.11.2014         | нет / 1 г           |
| Банк Союз, БО-01                  | B / - / -         | да                                       | 2 000                              | н/д / 100%                  | 13.16-13.69                       | 13.42                                | 28.11.2014         | нет / 1 г           |
| Внешэкономбанк, БО-02             | BBB- / Baa2 / BBB | да                                       | 10 000                             | 1.0 / 100%                  | 12.55-12.82                       | 12.55                                | 27.11.2014         | нет / 1 г           |

# 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**  
**Зам.начальника Департамента**  
**Зам.начальника Департамента**

Кирилл Копелович  
Константин Поспелов  
Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto:v.kiselev@zenit.ru)

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова  
Максим Симагин  
Александр Валканов  
Юлия Паршина

[j.shabanova@zenit.ru](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Акции  
Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Макроэкономика  
Макроэкономика/кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Акции

Владимир Евстифеев  
Кирилл Сычев  
Наталья Толстошеина  
Евгений Чердаков  
Дмитрий Чепрагин  
Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Вера Панова  
Алексей Басов

[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@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.