

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

РусГидро (ВВ/Ва2/ВВ+): нейтральный финансовый отчет за 1К15, короткие бумаги компании могут представлять интерес

Вчера РусГидро опубликовала финансовый отчет по итогам 1К15, которые мы, в целом, оцениваем нейтрально. Увеличение выручки за 1К15 составило 3.1% г/г (до 97.7 млрд. руб.), тогда как EBITDA сократилась на четверть г/г (до 19.1 млрд. руб.). В результате рентабельность по EBITDA просела на 7.3 пп к уровню прошлого года, составив 19.6%. Вместе с тем, долговая нагрузка компании в терминах чистый долг / EBITDA LTM не изменилась по сравнению с началом года, благодаря стабильной величине долга и росту денежных остатков на балансе, и сохранилась на уровне 1.9х.

Заметное сокращение EBITDA в 1К15 было обусловлено опережающим ростом операционных расходов, прежде всего расходов на топливо (+22.4% г/г), покупную электроэнергию (+19.9% г/г) и ФОТ (+15.4% г/г). Увеличение первых двух статей по итогам 1К15 было связано со слабыми операционными результатами РусГидро. В связи со сложной гидрологической обстановкой в 1К15 и пониженным уровнем воды в водохранилищах ГАЭС компании сократили выработку энергии на 26.5% г/г при сохранении потребления на уровне прошлого года. Как следствие, компания была вынуждена компенсировать выпадающие объемы за счет повышения объемов выработки на ТЭС и геотермальных станциях, которые выросли в 1К15 на 18.5% г/г. Привлечение наиболее дорогой тепловой генерации повлекло за собой увеличение расходов на приобретение топлива для станций. Вместе с тем, за счет увеличения выработки на ТЭС и ГеоЭС в 1К15 РусГидро удалось покрыть только треть потерь от сокращения генерации ГЭС, что потребовало дополнительно покупки энергии и мощности у сторонних производителей и привело к росту расходов по этой статье. Наконец, ежеквартальная индексация ФОТ привела к росту расходов на зарплату.

Свободный денежный поток РусГидро по итогам 1К15 вновь оказался в области отрицательных значений, составив -5.8 млрд. руб. Впрочем, это не стало большим сюрпризом, учитывая значительный и устойчиво растущий инвестиционный бюджет компании в условиях сокращения операционных поступлений. Так, операционный денежный поток РусГидро в 1К15 снизился на 10% г/г (до 10 млрд. руб.), тогда как расходы на CAPEX выросли в 1.5 раза г/г, составив 15.8 млрд. руб. или 0.8х EBITDA. Дефицит средств в 1К15 компания покрыла за счет притока от закрытия депозитов и продажи финвложений, что также привело к увеличению денежных остатков на балансе (рост на 37% к началу года). В течение 1К15 РусГидро привлекала новый долг только для целей рефинансирования, в результате объем обязательств мало изменился по сравнению с началом года, составив около 176 млрд. руб. Почти не изменилась и структура долга: объем коротких обязательств к концу 1К15 составил 33.1% (+0.4 пп к началу года). В то же время, чистый долг компании сократился на 9.9% к 4К14, благодаря увеличению денег на балансе, что компенсировало падение EBITDA в 1К15 и позволило сохранить долговую нагрузку в терминах чистый долг / EBITDA LTM на уровне начала года (1.9х).

На наш взгляд, отчет РусГидро за 1К15 нейтрален для рейтингов компании, а ее уровень долговой нагрузки сохраняется пока на вполне комфортном уровне. В то же время, хотя негативные рейтинговые действия в отношении компании (февраль-март 2015) были обусловлены, в большей степени, снижением уровня суверенного рейтинга, РусГидро, с точки зрения рейтинговых агентств, испытывает устойчивый дефицит ликвидности, обусловленный реализацией масштабной инвестпрограммы. Кроме того, существует и проблема убыточных и обремененных долгом активов в составе компании – речь, в первую очередь о PAO ЭС Востока, которое продает

Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 1К15

млн руб.	1К15	1К14	%
Выручка	97 668	94 716	+3.1%
EBITDA	19 113	25 491	-25.0%
Операционная прибыль	12 513	18 601	-32.7%
Чистая прибыль	11 862	14 294	-17.0%
Рентабельность по EBITDA	19.6%	26.9%	-7.3 пп
Операционная рентабельность	12.8%	19.6%	-6.8 пп
Чистая рентабельность	12.1%	15.1%	-2.9 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОI	18 724	25 559	-26.7%
Чистый операцион. денеж. поток*	9 989	11 101	-10.0%
CAPEX	15 832	10 563	+49.9%
Свободный денежный поток	(5 843)	538	-

млн руб.	1К15	2014	%
Активы	899 600	883 770	+1.8%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	47 133	34 394	+37.0%
Долг	175 633	177 030	-0.8%
<i>доля краткосрочного долга</i>	33.1%	32.7%	+0.4 пп
Чистый долг	128 500	142 636	-9.9%
Капитал	609 037	595 151	+2.3%
CAPEX/EBITDA	0.8х	1.1х	-
Долг/EBITDA LTM	2.6х	2.4х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.9х	1.9х	-
EBITDA/Процентные платежи	4.6х	5.3х	-
Долг/Капитал	0.3х	0.3х	-

* за вычетом процентов уплаченных

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

энергию по экономически необоснованным тарифам, выполняя свои социальные функции. Вместе с тем, эти факторы нивелирует предоставление ликвидности со стороны госбанков в различных формах. Так, сейчас обсуждается покупка банками до 20% акций РусГидро (допэмиссия), что позволит докапитализировать компанию на 85 млрд. руб. Кроме того, у компании действует программа биржевых облигаций общим объемом 200 млрд. руб., якорными инвесторами по которым, вероятно, тоже выступают госбанки. Впрочем, бумаги РусГидро пользуются спросом и у частных инвесторов: в рамках программы биржевых облигаций компания уже осуществила размещение выпуска БО-09 на 10 млрд. руб. в апреле, которое следует признать весьма успешным (спрос превысил предложение в 3 раза).

Вероятно, самый репрезентативный сейчас выпуск РусГидро БО-09 с дюрацией около 2-х лет торгуется со спрэдом 100-140 бп к кривой ОФЗ, тогда как короткие бумаги компании с дюрацией менее одного года торгуются со спрэдом около 170 бп. На наш взгляд, короткие выпуски РусГидро могут представлять определенный интерес, в то время как котировки длинного бонда БО-09 близки к справедливому уровню. Так, премия РусГидро БО-09 сопоставима с премией близкого по дюрации Россети БО-04 (чуть более 100 бп к ОФЗ), который был размещен в начале июня и также со значительной переподпиской.

Первичный рынок

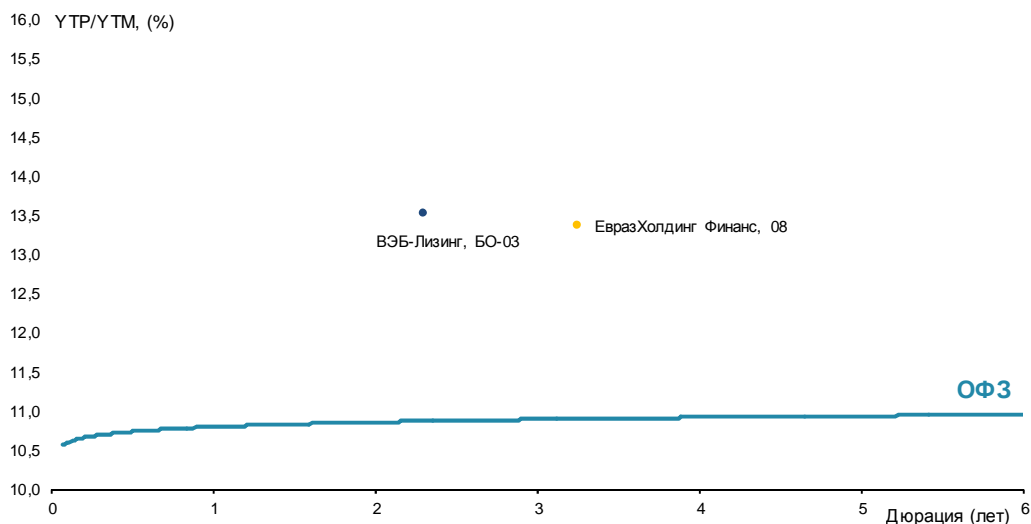
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферт Погаше
ЕвразХолдинг Финанс, 08	BB- / Ba3 / BB-	да	15 000	13.37	25.06.2015	01.07.2015	нет / 3.24 г	4 г / 10
ВЭБ-Лизинг, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	13.52	29.06.2015	01.07.2015	да / 2.30 г	нет / 5
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д	30.06.2015	10.07.2015	н/д	н/д / 10

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	Амортиз Дюрац
Русфинансбанк, БО-09	BB+ / Ba2 / BBB-	да	4 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.36	30.06.2015	нет / 1.
МРСК Юга, БО-01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	14.20	22.06.2015	нет / 3.
Камаз, БО-05	- / Ba3 / -	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	13.96	19.06.2015	1 г / 5.
Новикомбанк, БО-02	- / B2 / B	да	2 000	н/д / 100%	14.65-15.19	14.76	19.06.2015	1 г / 3.
Новикомбанк, БО-05	- / B2 / B	да	3 000	н/д / 100%	14.65-15.19	14.76	19.06.2015	1 г / 5.
Банк Союз, БО-04	B / - / -	да	1 500	н/д / 100%	н/д	15.03	18.06.2015	нет / 1.
Башнефть, БО-07	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д / 100%	12.47	11.06.2015	нет / 4.
КБ Национальный Стандарт, БО-01	B / B3 / -	да	1 500	1.1 / 100%	н/д / 100%	15.03	11.06.2015	нет / 1.
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.73-12.01	11.84	11.06.2015	нет / 2.
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	н/д / 50%	н/д	16.53	10.06.2015	да / 1.5
Бинбанк, БО-10	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1.
Бинбанк, БО-11	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1.
Бинбанк, БО-12	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1.
Бинбанк, БО-13	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1.
Нота-Банк, БО-04	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	10.06.2015	нет / 0
Банк Интеза, БО-03	- / Ba2 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.16	13.16	10.06.2015	нет / 1.
Татфонбанк, БО-14	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	10.06.2015	нет / 1.



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		bondsales@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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
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.