

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ru

#### РусГидро (BB/Ba2/BB+): долговая нагрузка в 3К15 продолжила расти

Вчера РусГидро опубликовало финансовые результаты по итогам 3К15, которые мы оцениваем как неоднозначные. Несмотря на рост выручки и EBITDA в 3К15 г/г, в отчетном периоде существенно увеличился долг компании, в результате долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 2.6x на 30.09.2015 против 2.3x на 30.06.2015.

В 3К15 выручка РусГидро выросла на 9.6% г/г до 77 млрд руб. В 3К15 выручка РусГидро от продажи электроэнергии увеличилась на 7.1% г/г до 56.2 млрд руб., от продажи мощности – на 21.8% г/г до 8.4 млрд руб., тепловой энергии и горячей воды – на 9% г/г до 2.8 млрд руб. В 3К15 EBITDA РусГидро выросла на 37.4% г/г до 13.9 млрд руб., EBITDA margin – на 3.7 пп г/г до 18.1%. Поддержку результатам компании оказало повышение средних цен на электроэнергию в Сибири (вторая ценовая зона) в 3К15 на 16.8% г/г, а также увеличение выработки электроэнергии на 2.9% г/г до 26.4 млрд кВтч. В то же время, за аналогичный период средние цены на электроэнергию в европейской части России уменьшились на 4% г/г.

В 3К15 свободный денежный поток РусГидро остался отрицательным, в размере -8.9 млрд руб., в связи с масштабной инвестиционной программой компании. В частности, в 3К15 расходы РусГидро на CAPEX составили 19.1 млрд руб. (за 9М15 – 58.6 млрд руб.), отношение CAPEX/EBITDA – 1.4x (за 9М15 - 1.2x). Кроме того, в 3К15 компания выплатила дивиденды в размере 5.7 млрд руб., а также осуществляла приобретение прочих финансовых вложений. Для финансирования дефицита компания привлекала новый долг, совокупный размер которого с 30.06.2015 до 30.09.2015 вырос на 17.3% до 225.2 млрд руб., чистый долг – на 19.2% до 178.7 млрд руб. В результате, в 3К15 долговая нагрузка РусГидро продолжила расти: отношение net debt/EBITDA LTM достигло 2.6x на 30.09.2015 против 2.3x на 30.06.2015. По данным компании, 89% долга РусГидро номинировано в рублях, поэтому риски переоценки валютного долга на фоне девальвации рубля являются незначительными. Кроме того, остаток денежных средств и депозитов РусГидро (65 млрд руб. на 30.11.2015) является достаточным для единовременной выплаты всего долга с погашением до конца 2016 года.

Несмотря на незначительные риски рефинансирования и умеренный уровень долговой нагрузки, ее рост на фоне реализации масштабной инвестиционной программы является, по нашим оценкам, негативным фактором для рейтингов компании. В перспективе мы не исключаем снижения рейтингов РусГидро от Fitch (BB+/негативный), которые в настоящее время на одну ступень превышают рейтинги компании от S&P и Moody's (в качестве негативных рейтинговых факторов Fitch приводит ухудшение скорректированного чистого левериджа по FFO выше 3.0x).

Наибольшая ликвидность в выпусках РусГидро сосредоточена в бумагах с дюрацией в диапазоне 1.7-2 г. Несмотря на довольно скромную премию (порядка 80 бп.) к кривой ОФЗ, интерес к данным выпускам может быть подогрев ожиданиями относительно снижения ключевой ставки ЦБ в следующем году, а также улучшения конъюнктуры рынка в целом в случае стабилизации геополитической ситуации и, как следствие, отмены санкций.

#### Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 9М15

млн руб.	9М15	9М14	%
Выручка	253 271	241 141	5,0%
EBITDA	47 577	51 507	-7,6%
Операционная прибыль	31 606	31 151	1,5%
Чистая прибыль	24 098	22 398	7,6%
Рентабельность по EBITDA	18,8%	21,4%	-2,6 пп
Операционная рентабельность	12,5%	12,9%	-0,4 пп
Чистая рентабельность	9,5%	9,3%	0,2 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОI	46 880	51 979	-9,8%
Чистый операцион. денеж. поток*	24 215	22 390	8,2%
CAPEX	58 586	47 878	22,4%
Свободный денежный поток	(34 371)	(25 488)	-

млн руб.	9М15	2014	%
Активы	957 409	883 770	8,3%
в т.ч. денежные средства	46 526	34 394	35,3%
Долг	225 181	177 030	27,2%
доля краткосрочного долга	40,8%	32,7%	24,9%
Чистый долг	178 655	142 636	25,3%
Капитал	614 409	595 151	3,2%
CAPEX/EBITDA	1,2x	1,1x	-
Долг/EBITDA LTM	3,2x	2,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,6x	1,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	3,5x	5,3x	-
Долг/Капитал	0,4x	0,3x	-

\* за вычетом процентов уплаченных

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

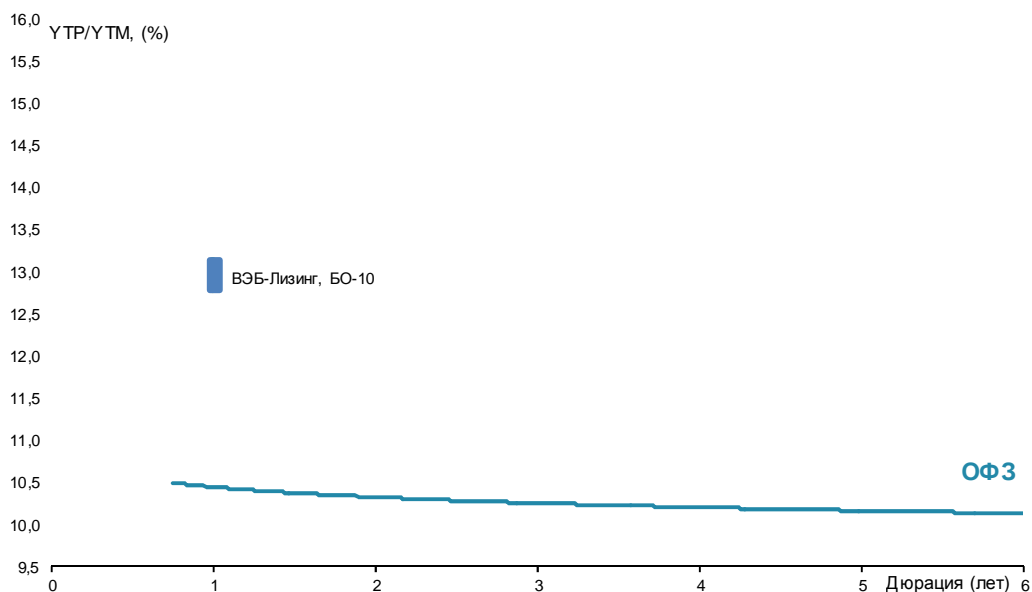
## Первичный рынок

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	Оферта Погаше
ВЭБ-Лизинг, БО-10	BB+ / - / BBB-	да	5 000	12.79-13.11	11.12.2015	15.12.2015	нет / 1 г	1 г / 10.

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность	Размещенный	Bid cover/	Ориентир	Фактическая	Дата	Амортиз
Кубаньэнерго, 001P-01	NR	нет	3 600	н/д / 100%	н/д	10.71	04.12.2015	нет / 6.
Банк ЗЕНИТ, БО-10	- / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.30	03.12.2015	нет / 1.8
КАМАЗ, БО-04	- / Ba3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	30.11.2015	нет / 2.
Внешэкономбанк, БО-02 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	до 9 000	н/д / 100%	н/д	11.68	30.11.2015	нет / 1
Металлинвестбанк, БО-02 (вторичное)	- / B2 / -	да	до 1 500	н/д / 100%	н/д	13.96	30.11.2015	нет / 1
Россети, БО-05	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.57	27.11.2015	нет / 5.0
ДелоПортс, 01	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	н/д	14.28	27.11.2015	нет / 2.8
Кубаньэнерго, 001P-02	NR	нет	3 400	н/д / 100%	н/д	13.03	24.11.2015	нет / 3.2
МРСК Урала, БО-02	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.3
МРСК Центра БО-04	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.3
МРСК Центра БО-03	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.15	24.11.2015	нет / 3.8
Русфинанс Банк, БО-04	BB+ / Ba2 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	12.10-12.25	12.15	24.11.2015	нет / 1
Росэксимбанк, 01	- / Ba2 / -	да	5 000	1.6 / 100%	12.36-12.63	12.47	24.11.2015	нет / 1
ОГК-2, 001P-01R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
ОГК-2, 001P-02R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
Акрон, БО-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
Акрон, БО-03	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
МИБ, 04	- / Baa1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.36	12.26	19.11.2015	нет / 1.8
ФинИнвест, 01	NR	нет	500	н/д / 100%	н/д	15.56	13.11.2015	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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@zenit.ru</a>

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.