

ЕВРОСИБЭНЕРГО-ГИДРОГЕНЕРАЦИЯ: ОДИН ИЗ КЛЮЧЕВЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В СИБИРИ

ООО «ЕвроСибЭнерго-Гидрогенерация» планирует 16 мая открыть книгу заявок на облигации серии 001PC-05 объемом не менее 500 млн юаней и сроком обращения 2,5 года. Ориентир по ставке ежеквартального купона установлен на уровне не выше 8,25–8,50%, что транслируется в доходность 8,51–8,78%.

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль как материнского МКООО «ЭН+ ХОЛДИНГ», так и всей МКПАО «ЭН+ ГРУП», и отмечаем сильные позиции на рынке электрогенерации Сибири, ее низкую себестоимость, а также лидерские позиции металлургического дивизиона на мировом рынке производства алюминия.

Одна из крупнейших гидрогенерирующих компаний РФ

ЕвроСибЭнерго-Гидрогенерация (ЕСЭ-ГГ) – крупнейшая частная гидрогенерирующая компания России, работающая в энергосистеме (ОЭС) Сибири в Иркутской области. Генерирующими активами эмитента являются Иркутская ГЭС, Братская ГЭС и Усть-Илимская ГЭС совокупной установленной мощностью более 9 ГВт, что составляет примерно 35,8% установленной мощности ГЭС в (ОЭС) Сибири.

Единственным участником ЕСЭ-ГГ является АО «ЕвроСибЭнерго», эффективная доля владения в котором МКООО «ЭН+ ХОЛДИНГ» (Холдинг) составляет 100%, и 100% долей Холдинга принадлежат МКПАО «ЭН+ ГРУП» (Группа).

Холдинг консолидирует энергетические активы Группы: от производства и продажи угля (добыча более 16 млн тонн в год) до генерации электро- и теплоэнергии на 15 ТЭЦ, а также гидрогенерации на 5 ГЭС¹ установленной мощностью 15,2 ГВт. При этом он является крупнейшим производителем электроэнергии в Сибири с долей 36% по установленной мощности и не менее 37% по объему генерации. Холдинг выступает основным поставщиком электроэнергии для производства алюминия в Группе – около 90% алюминия Группы производится с использованием возобновляемых источников энергии.

Кредитное качество Холдинга на хорошем уровне

Материнский Холдинг не публикует отчетность по МСФО, однако доступны отдельные финансовые и операционные показатели энергетического сегмента Группы, которые, по нашему мнению, свидетельствуют о крепком кредитном профиле: выработка² в 2023 г. составила 85,2 млрд кВт·ч (+1,5% г/г), из которых 68,8 млрд кВт·ч пришлось на ГЭС (на уровне 2022 г.). В 2023 г. выручка составила 3,6 млрд долл., при этом в последние годы рентабельность по EBITDA держится на комфортном уровне 32–37%. Выручка достаточно хорошо диверсифицирована – доля продаж металлургическому сегменту в выручке энергетического сегмента – около 26%, остальное приходится на крупных промышленных потребителей (РЖД, группа «Илим» и другие), население и прочее. При этом на фоне относительно невысоких капитальных вложений (8–12% от выручки) долговая нагрузка постепенно снизилась до уровня около 2,3х к концу 2023 г.

Принимая во внимание акционерную структуру, отсутствие доступной отчетности по МСФО (как у эмитента, так и у Холдинга), а также важность эмитента для работы всей Группы, мы проведем анализ отчетности по МСФО МКПАО «ЭН+ ГРУП».

Группа ЭН+ – временное снижение под давлением цен на алюминий

МКПАО «ЭН+ ГРУП» – вертикально интегрированная группа компаний, которая, кроме энергетического сегмента, включает металлургический, основным активом которого является РУСАЛ – крупнейший в мире за пределами Китая производитель алюминия с долей рынка 13,3%.

По итогам 2023 г. консолидированная выручка Группы сократилась на 11% г/г до 14,6 млрд долл. на фоне снижения выручки в металлургическом сегменте (-13% г/г до 12,2 млрд долл.) – из-за падения средних цен реализации алюминия (-18% г/г) – и в энергетическом (-8% г/г. до 3,6 млрд долл.).

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5 64 53
Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Эмитент	ООО «ЕвроСибЭнерго-Гидрогенерация»
Оферент	МКООО «ЭН+ ХОЛДИНГ»
Серия	001PC-05
Объем	не менее 500 млн юаней
Погашение	2,5 года
Купонный период	91 день
Ориентир по ставке купона	8,25–8,50%
Ориентир по доходности	8,51–8,78%
Рейтинг оферента АКРА:	A(RU)

¹ Включая Ондскую ГЭС с установленной мощностью 0,08 ГВт (расположена в европейской части России, передана в аренду РУСАЛу)

² Не включая Ондскую ГЭС с установленной мощностью 0,08 ГВт (расположена в европейской части России, передана в аренду РУСАЛу)

Скорректированная EBITDA за 2023 г. сократилась на 31% г/г до 2,2 млрд долл. также в связи с падением EBITDA в металлургическом сегменте (-61% г/г до 0,8 млрд долл.), сглаженным незначительным ростом EBITDA в энергетическом сегменте (+3% г/г до 1,3 млрд долл.).

Долговая нагрузка – умеренно высокая, риски рефинансирования – низкие

Консолидированный чистый долг Группы на конец 2023 г. сократился до 8,7 млрд долл. по сравнению с 10,1 млрд долл. на конец 2022 г. благодаря его снижению в энергетическом (до 2,9 млрд долл. с 3,9 млрд долл.) и металлургическом сегментах (до 5,8 млрд долл. с 6,3 млрд долл.). Тем не менее долговая нагрузка умеренно выросла и достигла 4,0х по показателю «чистый долг/EBITDA» (3,2х на конец 2022 г.) на фоне снижения EBITDA.

Риски рефинансирования мы оцениваем как низкие, принимая во внимание существенный запас денежных средств, сопоставимых по объему с краткосрочным долгом, а также генерацию положительного СДП. Дополнительным фактором поддержки выступает 26%-й пакет акций Норникеля, стоимость которого на Московской бирже на 25 апреля оценивается примерно в 0,6 трлн руб. (около 6,8 млрд долл. по курсу ЦБ РФ).

Средства от размещения нового выпуска юаневых облигаций ЕСЭ-ГГ планируется направить на рефинансирование рублевого кредитного портфеля, привязанного к ключевой ставке ЦБ РФ.

Вероятно улучшение финансового профиля

Несмотря на временное снижение показателей в 2023 г., мы считаем кредитный профиль всей Группы сильным, принимая во внимание ее стабильные позиции на мировом рынке алюминия, вертикальную интеграцию и одну из самых низких себестоимостей производства. Мировые цены на алюминий в последнее время восстанавливаются после проседания в 2023 г., и особенно сильно выросли (~20% к началу года до 2 600 долл./т) на фоне введенных ограничений на поставки российских цветных металлов. Мы не ожидаем существенного негативного эффекта, так как доля экспорта РУСАЛа в страны, которые ввели ограничения, была невелика, и рост цен может нивелировать этот эффект.

Отметим, что в энергетическом сегменте Группа прогнозирует улучшение показателей. Менеджмент Группы ожидает, что в ближайшие годы спрос на э/э и т/э в регионе присутствия Холдинга будет расти как со стороны населения, так и со стороны промышленных потребителей. Группа прогнозирует и положительную динамику цен, что в итоге должно привести к поступательному росту показателей в энергетическом сегменте. При этом напомним, что большая часть выручки поступает от продажи э/э с ГЭС, себестоимость производства которой достаточно низкая, что позволит поддерживать высокую рентабельность.

МКПАО «ЭН+ ГРУП»: финансовые результаты по МСФО, млн долл.

ПОКАЗАТЕЛЬ	ЕД.ИЗМ.	2023	2022	Г/Г
Выручка	млн долл.	14 648	16 549	-11%
Металлургия	млн долл.	12 213	13 974	-13%
Энергетика	млн долл.	3 587	3 885	-8%
EBITDA (скорр.)	млн долл.	2 157	3 119	-31%
Металлургия	млн долл.	786	2 028	-61%
Энергетика	млн долл.	1 292	1 254	3%
EBITDA / Выручка		15%	19%	-4 п.п.
Металлургия		6%	15%	-8 п.п.
Энергетика		36%	32%	4 п.п.
Чистая прибыль	млн долл.	716	1 846	-61%
Металлургия	млн долл.	282	1 793	-84%
Энергетика	млн долл.	355	384	-8%
Чистый (долг)	млн долл.	8 717	10 123	-14%
Металлургия	млн долл.	5 779	6 261	-8%
Энергетика	млн долл.	2 938	3 862	-24%
ЧД/EBITDA (12 мес.)		4,0	3,2	0.8х
Металлургия		7,4	3,1	4,3х
Энергетика		2,3	3,1	-0,8х



ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕГМЕНТ				
Производство алюминия	тыс. тонн	3 848	3 835	0%
Производство глинозема	тыс. тонн	5 133	5 953	-14%
Производство бокситов	тыс. тонн	13 376	12 319	9%
Реализация алюминия	тыс. тонн	4 153	3 896	7%
Цена реализации алюминия	долл./тонн	2 439	2 976	-18%
ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕГМЕНТ				
Выработка электроэнергии	млрд кВт·ч	85	84	2%
Выработка электроэнергии ГЭС	млрд кВт·ч	69	69	0%
Выработка электроэнергии ТЭС	млрд кВт·ч	16	15	10%
Отпуск тепла	млн Гкал	27	28	-1%

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неопровержимыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантий будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.