

Деньги текут вверх по течению: зелёный флоатер ЭН+ Гидро

Ангарские ГЭС зарабатывают с маржой около 50% и почти всё отдают группе, а четыре пятых долга — короткие. Новый флоатер с офертой через два года предлагает до КС+250 б.п. — примерно на 35 б.п. выше справедливого уровня, и участие в нём оправдано, пока финальный спред не опустится ниже КС+220 б.п.

к.э.н. Николай Еремеев

ООО «ЭН+ ГИДРО» · ИНН 3812142445 · рейтинги AA-(RU) АКРА и ruAA- «Эксперт РА», прогнозы стабильные · выпуск 001PC-11: книга 22.10.2026, размещение 27.10.2026

**КС +
≤250 б.п.**

ориентир спреда 001PC-11, оферта через 2 года

≈ КС+215 б.п.

наш справедливый спред [Расчёт]

2,1x

чистый долг / EBITDA (РСБУ, FY2025, с арендой)

≈70%

долга в юанях при 100% рублёвой выручке

Вердикт редакции — конструктивный. Участие в книге 001PC-11 оправдано при финальном спреде не ниже КС+220 б.п.; ниже премия к справедливому уровню исчезает. Юаневые выпуски на вторичке (лучшая точка — 001PC-07) — инструмент для юаневого кэша, а не замена рублёвому флоатеру. Флоатер 001PC-06 по 100,9% премии не даёт.

КЛЮЧЕВЫЕ ДАТЫ

22.10.2026

книга заявок 001PC-11

23.10.2026

заседание Банка России, новый прогноз КС

27.10.2026

техническое размещение

25.02.2027

оферта 001PC-02 на ≈57 млрд ₽ — пик года

16.10.2028

оферта по 001PC-11 (рабочий горизонт)

Условные обозначения. [Факт] — следует из отчётности и документации; [Расчёт] — вычислено автором; [Оценка] — авторская интерпретация или прогноз; [Допущение] — допущение при неполноте данных. ● позитив · ● нейтрально / внимание · ● негатив · ● нет данных.

Дата анализа: 20.10.2026. Рыночные данные: котировки — 19–20.10.2026, кривая ОФЗ — 19.10.2026, ключевая ставка — 14,00% (решение от 11.09.2026), курс ЦБ — 12,3869 ₽ за юань (20.10.2026). Финансовые данные: РСБУ эмитента за 2023–2025 гг., МСФО-релизы МКПАО «ЭН+ ГРУП» за 2024–1П2026, релизы АКРА и «Эксперт РА».

Материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

PRO BONDS RF

1 TL;DR

ЭН+ Гидро — лучший актив группы ЭН+ и её главный донор. Ангарские ГЭС дают около 50% маржи EBITDA при нулевых топливных затратах, но в 2025 г. компания отдала акционеру и группе больше, чем заработала свободного кэша, и заняла разницу. Нагрузка умеренная (ЧД/EBITDA 2,1x), слабые места — 80% короткого долга, юаневый мисматч и пик погашений в первом полугодии 2027 г. Новый зелёный флоатер 001РС-11 (КС + до 250 б.п., оферта через два года) кредитно позитивен: по сути, он рефинансирует осенние погашения рублями. Справедливый спред — около КС+215 б.п. [Расчёт] **Вердикт: конструктивно на первичке при финальном спреде не ниже КС+220 б.п.** Юаневые выпуски на вторичке — для юаневого кэша, а не вместо рублёвого флоатера.

Рабочая тактика. Заявка в книгу 22 октября — с ограничением по спреду не ниже КС+220 б.п. Если книгу сожмут сильнее, премия к справедливому уровню исчезает, и логичнее дождаться вторичных торгов или посмотреть на других эмитентов АА-. Совокупная доля бумаг группы ЭН+ (включая РУСАЛ) — в пределах 3–4% портфеля [Оценка].

2 Почему это важно прямо сейчас

22 октября ЭН+ Гидро собирает книгу заявок на зелёный *флоатер* (облигацию с плавающим купоном) серии 001РС-11: от 10 млрд ₽, 10 лет до погашения, оферта через два года, купон — ключевая ставка плюс не более 250 б.п., выплаты ежемесячно [Факт]. Это первый рублёвый публичный выпуск компании почти за два года: с декабря 2024 г. она занимала только в юанях. Техническое размещение — 27 октября, а между книгой и размещением, 23 октября, заседает Банк России.

Сделка приходит в удачный для эмитента момент. За девять дней до книги оба агентства впервые присвоили рейтинги самой компании — «Эксперт РА» ruAA- 13 октября, АКРА АА-(RU) 14 октября, оба со стабильным прогнозом [Факт]. Группа ЭН+ отчиталась о сильном полугодии: EBITDA выросла на 52%. А впереди у эмитента самый плотный участок графика: за 12 месяцев нужно погасить или пройти оферты по облигациям примерно на 126 млрд ₽ [Расчёт].

И в непростой — для рынка. Годовая инфляция ускорилась до 7,2%, двухлетние ОФЗ дают 15,1% при ключевой ставке 14%, консенсус на 23 октября — пауза [Факт]. В такой среде флоатер — это не про максимальную доходность, а про страховку от сценария «ставка высоко надолго». Поэтому главный вопрос простой: хватает ли КС+250 за эмитента, который зарабатывает как коммунальная монополия, а тратит — как казначейство холдинга?

Ремарка редакции. Зелёный цвет здесь — про прошлое, а не про будущее. Деньги рефинансируют уже понесённые затраты на модернизацию ГЭС Ангаро-Енисейского каскада и строительство малой Сегозерской ГЭС, обособленного учёта средств не предусмотрено [Факт]. Кредитный смысл у сделки другой: она заменяет часть юаневого долга рублёвым и сдвигает оферту за пределы пика погашений.

3 Визитка бизнеса

ЭН+ Гидро владеет плотинами трёх ГЭС Ангарского каскада — Братской, Усть-Илимской и Иркутской — и малой Сегозерской ГЭС в Карелии: всего 9,1 ГВт, или 17% мощности энергосистемы Сибири [Факт]. Бизнес-модель предельно проста. Компания продаёт электроэнергию на рынке на сутки вперёд (PCB) во второй ценовой зоне и мощность — по итогам конкурентного отбора мощности (КОМ). Топлива ГЭС не покупают, поэтому их заявки проходят первыми, а цену задают угольные станции: это первый квартиль кривой затрат. Платят две группы покупателей: до половины выработки по прямым договорам забирают алюминиевые заводы РУСАЛа (с дисконтом

3,5% к цене РСВ), остальное продаётся на оптовом рынке через АО «ЦФР» [Факт]. Итог — операционная маржа EBITDA 50–62% в 2023–2025 гг. [Расчёт]

Есть одна странность. Турбины и генераторы на этих плотинах ЭН+ Гидро не принадлежат: она арендует их у сестринского «Иркутскэнерго». Отсюда 24 млрд ₽ арендных обязательств на балансе и ещё одна нить, которой эмитент привязан к группе (рис. 1).

Таблица 1. Структура выручки и клиентов (РСБУ эмитента FY2025; сегмент «Энергетика» ЭН+ — МСФО, 1П2026)

Срез	Что известно	Что это значит
По продуктам (эмитент)	99,8% выручки — электроэнергия и мощность; разбивка не раскрыта •	Энергия — рыночная часть (РСВ), мощность — регулируемая (КОМ)
По продуктам (сегмент, ориентир)	электроэнергия 53%, мощность 16%, тепло 11%, прочее 20% [Расчёт]	Структура энергосегмента группы, не эмитента
По клиентам	до 50% выработки — прямые договоры с заводами РУСАЛа; остальное — ОРЭМ через АО «ЦФР»	Дисконт 3,5% по прямым договорам истекает в конце 2026 г.
По географии	100% — Россия, 2-я ценовая зона (Сибирь)	Валютной выручки нет
Крупнейшие дебиторы на 31.12.2025	АО «ЦФР» 3,6 млрд ₽; РУСАЛ Братск 1,8 млрд ₽; РУСАЛ Саяногорск 0,9 млрд ₽	Просрочка покупателей — менее 0,1% выручки

Концентрация на группе высокая, но это скорее операционный, чем кредитный риск: покупатели — заводы с непрерывным энергопотреблением, расчёты идут через инфраструктуру оптового рынка. Важнее другое: с 2027 г. дисконт по прямым договорам исчезает, что, по нашей оценке, добавит 2–3,5 млрд ₽ выручки и EBITDA в год; верхняя граница — оценка кредитного мемо [Расчёт].

Позиция на рынке. Вместе с Красноярской ГЭС, которая входит в периметр офферента, станции группы производят около 60% гидроэнергии Сибири [Факт]. Главные конкуренты во второй ценовой зоне — РусГидро (Саяно-Шушенская и Богучанская ГЭС), СГК и Интер РАО с угольной генерацией; их доли по выработке в использованных материалах не раскрыты •.

Акционеры и связанные стороны. 100% долей принадлежит АО «ЭН+ ГЕНЕРАЦИЯ», выше по цепочке — МКОО «ЭН+ ХОЛДИНГ» и МКПАО «ЭН+ ГРУП». Конечные бенефициары в отчётности не названы: компания пользуется исключением 115-ФЗ для групп публичных эмитентов [Факт]. Ключевые связанные стороны — РУСАЛ (покупатель), «Иркутскэнерго» (арендодатель агрегатов) и ЭН+ Генерация (получатель дивидендов и займов).

Кто кому платит: место ЭН+ Гидро в группе

Линии — владение; цветные стрелки — потоки денег и электроэнергии (данные 2025 г.)

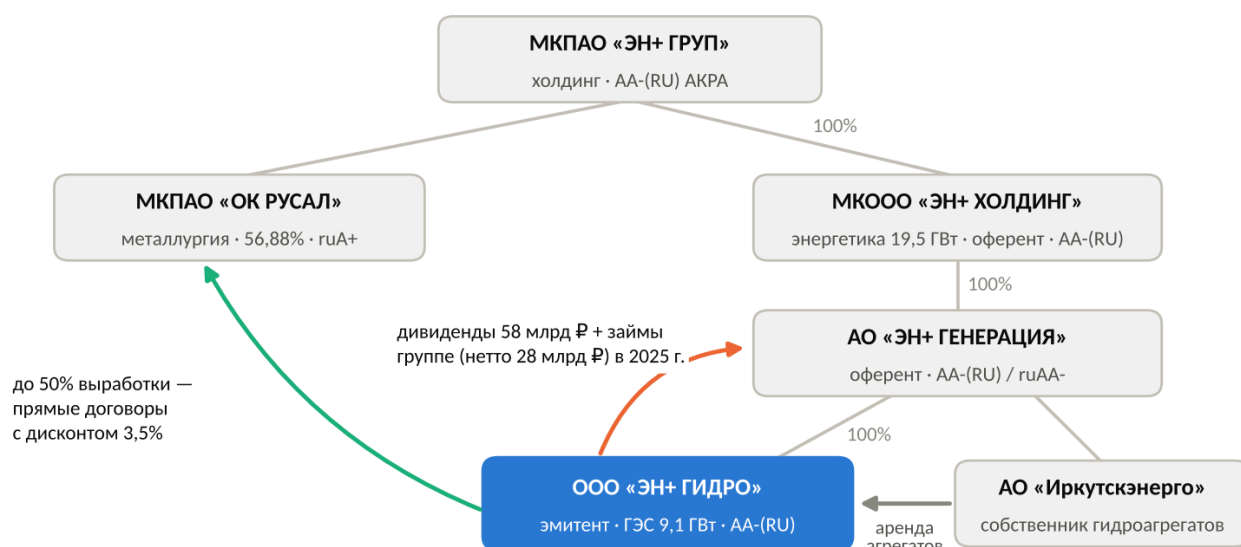


Рис. 1. Структура группы и потоки между компаниями. Источник: релизы АКРА и «Эксперт РА», РСБУ ООО «ЭН+ ГИДРО» за 2025 г.; суммы — за 2025 г. [Факт/Расчёт]

4 Отрасль и макроконтекст

Фаза цикла. Сибирская электроэнергетика сейчас у верхней границы ценового цикла. В 2025 г. маловодье сократило выработку Ангарского каскада на 20%, а цена РСВ в Иркутской области выросла на 32% (рис. 2). Это встроенный хедж: когда воды мало, в балансе больше дорогой угольной генерации, и ГЭС компенсируют потерю объёма ценой. В первом полугодии 2026 г. приток в Байкал и Братское водохранилище вернулся к норме и выше (109% и 125% нормы во втором квартале), выработка каскада выросла на 5,4%, а цена — ещё на 9,5% [Факт]. Хедж работает и в обратную сторону: многоводный год с мягкими ценами — главный операционный риск 2027 г. [Оценка]

Природный хедж: воды меньше — электричество дороже

В 2025 г. выработка каскада упала на 20%, а цена на РСВ в Иркутской области выросла на 32%

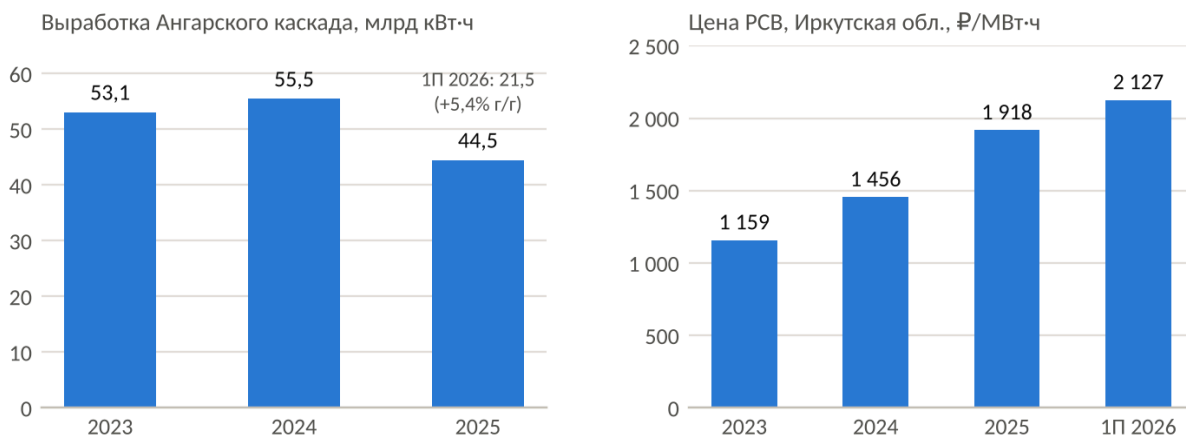


Рис. 2. Объём против цены: как ГЭС переживают маловодье. Источник: МСФО-релизы МКПАО «ЭН+ ГРУП» за 2024, 2025 гг. и 1П2026 [Факт]

Ставка. Три канала чувствительности к ключевой ставке работают у ЭН+ Гидро по-разному. **Стоимость долга:** около 70% портфеля — юаневый долг, в основном облигации с фиксированным

купоном, поэтому прямая чувствительность к КС невысока; зато рефинансировать предстоит четыре пятых долга, и каждый новый рубль будет стоить «КС плюс спред» [Факт/Оценка]. *Спрос:* ГЭС загружаются первыми при любой ставке, а потребление алюминиевых заводов зависит от рынка металлов, а не от решений ЦБ. *Оборотный капитал:* запасы — полдня себестоимости, торговая дебиторка оборачивается за 18 дней; ставке здесь не на что влиять [Расчёт].

Регулирование. Главная дата — 31 декабря 2026 г. В этот день заканчивается дополнительная индексация цены КОМ на 15,16% (ПП РФ № 1504) — дальше обычная формула «инфляция минус 0,1%», — и истекают прямые договоры с группой с дисконтом 3,5%. Водный режим Ангары и Байкала задаёт Енисейское бассейновое водное управление — регулятор, с которым не поспоришь даже при рейтинге AA- [Факт]. Налог на прибыль с 2025 г. — 25%. Прямых санкций против эмитента и группы нет с января 2019 г.; косвенный риск — ограничения на российский алюминий, которые бьют по РУСАЛу [Факт].

Валюта. Здесь у эмитента нет естественного хеджа: выручка на 100% рублёвая, а около 70% долга номинировано в юанях [Факт]. Хедж существует только на уровне группы, у экспортёра РУСАЛа. С начала 2026 г. юань подорожал к рублю на 11% (с 11,16 до 12,39 Р): при нынешнем курсе одна только переоценка юаневых облигаций в обращении даст около 13,5 млрд Р бумажного курсового убытка за год [Расчёт]. Денег это не стоит, но коэффициенты портит.

Главный структурный риск — не ставка и не вода, а валютный мисматч в паре с коротким долгом. При ослаблении рубля на 20% рублёвый эквивалент долга вырастет примерно на 29 млрд Р, а ЧД/ЕВИТДА — с 2,1х до 2,4х [Расчёт]. Новый рублёвый выпуск снижает долю юаня в долге примерно с 70% до 64–67% [Расчёт] — шаг в правильную сторону, но не решение.

5 Операционная динамика

Натуральные показатели. Мощность каскада неизменна — 9,1 ГВт; переменная величина — вода. Программа модернизации «Новая энергия» (замена рабочих колёс турбин) дала группе ещё 2,2 млрд кВт·ч в 2025 г. при том же расходе воды [Факт] — по сути, бесплатные киловатт-часы, выжатые инженерией из той же Ангары.

Таблица 2. Операционные показатели (МСФО-релизы МКПАО «ЭН+ ГРУП», 2023–1П2026)

Показатель	2023	2024	2025	1П2026	Δ г/г
Выработка Ангарского каскада, млрд кВт·ч	53,1	55,5	44,5	21,5	+5,4% (1П)
Цена РСВ, 2-я ценовая зона, Р/МВт·ч	1 248	1 512	1 895	2 095	+12,8% (1П)
Цена РСВ, Иркутская область, Р/МВт·ч	1 159	1 456	1 918	2 127	+9,5% (1П)
Приток в Байкал, % нормы	● н/д	● н/д	93%	109% (2-й кв.)	—
Доп. выработка «Новой энергии» (группа), млрд кВт·ч	● н/д	2,5	2,2	● н/д	—

Цена росла три года подряд, объём ходил вслед за водой. Операционная ЕВИТДА 2025 г. на 14% выше средней за три года [Расчёт], то есть показатель близок к верхней точке цикла. Поэтому долговую нагрузку мы оцениваем и по текущей ЕВИТДА, и по средней за цикл.

САРЕХ-цикл. Собственный сарех ЭН+ Гидро — поддерживающий: 5,0 млрд Р в 2025 г., или 2,6% выручки и 0,4 амортизации [Факт/Расчёт]. Тяжёлая инвестпрограмма — новые энергоблоки по программе КОМ НГО, включая 690 МВт на ТЭЦ-11, — сидит в других компаниях энергохолдинга: сарех сегмента вырос на 37% в 2025 г. и ещё на 37% в первом полугодии 2026 г., а АКРА ожидает рост доли сарех в выручке энергохолдинга с 12% до 17% в 2026–2028 гг. [Факт]. Это и объясняет, куда уходят деньги эмитента: стройку оплачивает «дойная» ГЭС.

Оборотный капитал. Торговая дебиторка оборачивается за 18 дней, запасов практически нет [Расчёт]. Зато в 2025 г. выданные авансы выросли в 110 раз — до 9,5 млрд Р, а дебиторка связанных

сторон достигла 26,8 млрд ₽ [Факт]. Оборотный капитал здесь — ещё один канал внутригруппового финансирования, а не операционная величина.

6 Финансовое здоровье

Таблица 3. Ключевые показатели ООО «ЭН+ ГИДРО» (РСБУ, FY2023–FY2025, млрд ₽; LTM 1П2026 — н/д: промежуточная РСБУ не опубликована)

Показатель	FY2023	FY2024	FY2025	LTM 1П2026	Δ г/г	Комментарий
Выручка	112,9	149,2	194,1	•	+30,1%	цены РСВ и покупная энергия в маловодье
Операционная EBITDA [Расчёт]	69,6	89,5	97,5	•	+8,9%	прибыль от продаж + амортизация
Маржа EBITDA	61,6%	60,0%	50,2%	•	−9,8 п.п.	рост расходов на покупную энергию
Скорр. EBITDA (после соцрасходов) [Расчёт]	56,5	75,0	80,9	•	+7,9%	вычтены 16,7 млрд ₽ соцрасходов 2025 г.
Чистая прибыль	27,2	12,6	53,6	•	×4,3	курсовые разницы по юаневому долгу
ROE [Расчёт]	114%	45%	183%	•	—	не информативен: капитал «вычерпан» дивидендами
ROIC (без займов группе) [Расчёт]	42%	66%	74%	•	+7 п.п.	высокая доходность самих ГЭС
OCF (после процентов и налога)	• н/д	47,4	57,3	•	+20,9%	конверсия EBITDA в кэш до процентов и налога — 107% [Расчёт]
Сарех / выручка	• н/д	1,7%	2,6%	•	+0,9 п.п.	поддерживающий, 5,0 млрд ₽
FCF (OCF – сарех) [Расчёт]	• н/д	44,9	52,3	•	+16,5%	до дивидендов и займов группе
Дивиденды выплаченные	74,5	30,7	58,4	•	×1,9	109% чистой прибыли 2025 г.
FCF после дивидендов [Расчёт]	• н/д	+14,2	−6,1	•	—	• впервые отрицательный

Операционно 2025 г. — рекордный: выручка +30%, EBITDA +9%, операционный поток +21%. Но чистая прибыль ходит за курсом юаня — 12,6 млрд ₽ в 2024 г. при курсовом убытке и 53,6 млрд ₽ в 2025 г. при курсовой прибыли 13,9 млрд ₽ [Факт]. По существу кэш-генерация отличная: EBITDA конвертируется в денежный поток до процентов и налогов более чем на 100% [Расчёт]. ROE выше 100% — не признак эффективности, а следствие того, что капитал равен 10% активов: прибыль на балансе не задерживается.

Выручка растёт быстрее EBITDA: маржа сползает к 50%

РСБУ ЭН+ Гидро, млрд ₽; над столбцами EBITDA — рентабельность

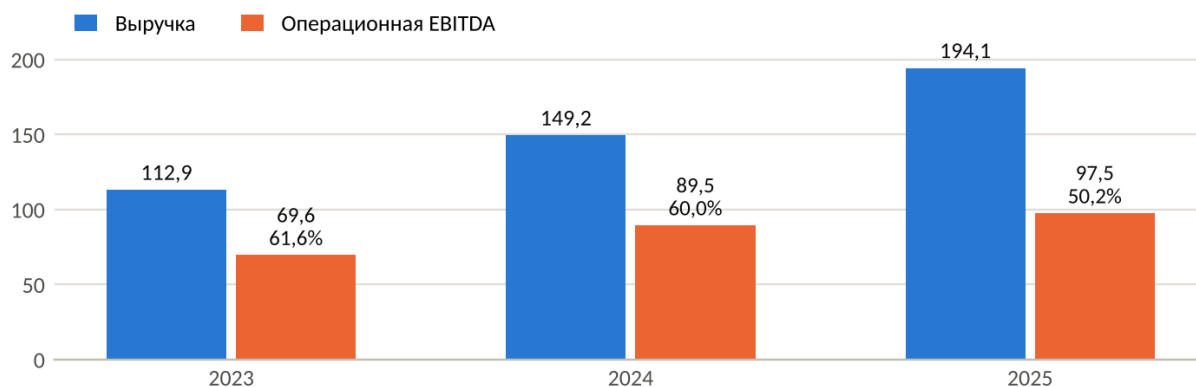


Рис. 3. Выручка и операционная EBITDA ЭН+ Гидро. Источник: РСБУ ООО «ЭН+ ГИДРО» за 2023–2025 гг. (данные внутреннего мемо), расчёты автора [Факт/Расчёт]

Почему наша EBITDA не совпадает с EBITDA эмитента. Методика эмитента считает показатель от прибыли до налогообложения и смешивает операционный результат с курсовыми разницами,

поэтому его «EBITDA» прыгает с 41,3 до 91,1 млрд ₽ [Факт]. Мы берём прибыль от продаж плюс амортизацию: такая EBITDA совпадает с FFO-маржой АКРА (60% и 50%) [Расчёт]. Отдельно вычитаем 16,7 млрд ₽ социальных расходов 2025 г.: для ключевого предприятия региона они регулярны, и делать вид, что их нет, было бы оптимистично [Допущение].

Аренда. Обязательства по аренде гидроагрегатов (ФСБУ 25/2018 — аналог IFRS 16) включены в долг: 23,9 млрд ₽ на конец 2025 г. EBITDA, как и по IFRS 16, считается до амортизации права пользования. Если исключить аренду и из долга, и из EBITDA (вычтя 10,4 млрд ₽ арендных платежей), ЧД/EBITDA почти не меняется — 2,1х в обеих версиях [Расчёт].

Куда утекает кэш: 2025 год в одном графике

Денежные потоки ЭН+ Гидро по РСБУ, млрд ₽: операционный поток ушёл акционеру и группе, разницу закрыл долг

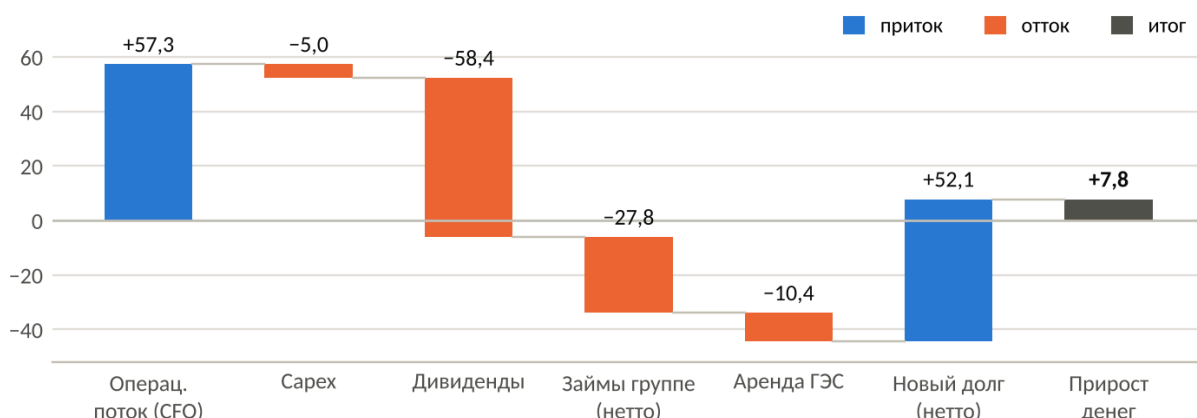


Рис. 4. Денежные потоки 2025 г.: от операционного потока к приросту денег. Источник: ОДДС ООО «ЭН+ ГИДРО» за 2025 г. (данные внутреннего мемора), расчёты автора [Расчёт]

Куда уходят деньги. Рис. 4 — центральный для понимания кредита. В 2025 г. компания заработала 57 млрд ₽ операционного потока после процентов и налогов и потратила 5 млрд ₽ на сарех. Затем отдала 58 млрд ₽ дивидендами и ещё 28 млрд ₽ нетто — займами группе. Разницу закрыл новый долг: +52 млрд ₽ [Расчёт]. Итог — общий долг с арендой вырос с 203 до 227 млрд ₽ в год рекордной операционной прибыли.

Ремарка редакции. В 2024 г. АКРА закладывало в рейтинг энергохолдинга дивиденды «не более 2 млрд ₽ в год» [Факт]. Эмитент за три года распределил 164 млрд ₽ [Расчёт]. Рейтинговые допущения и финансовая политика живут в разных реальностях — облигационеру разумнее жить во второй.

Таблица 4. Группа и оференты: контекст для кредита (МСФО-релизы ЭН+ ГРУП и данные агентств, FY2024–1П2026)

Показатель	FY2024	FY2025	1П2026 / ЛТМ	Комментарий
Энергосегмент ЭН+: выручка, \$ млн	3 853	4 862	2 892 (+22,9%)	1П — к 1П2025
Энергосегмент: скорр. EBITDA, \$ млн (маржа)	1 446 (37,5%)	1 682 (34,6%)	1 102 (38,1%)	+35,5% г/г в 1П
Энергосегмент: чистый долг, \$ млн	2 466	3 055	3 059	стабилен в 2026 г.
Энергосегмент: сарех, \$ млн	519	710	354 (+37,2%)	стройка КОМ НГО
ЭН+ Холдинг: скорр. долг / EBITDA («Эксперт РА»)	—	—	1,7х	ЛТМ на 30.06.2026; год назад 1,6х
ЭН+ Холдинг: EBITDA / проценты («Эксперт РА»)	—	—	4,0х	ЛТМ на 30.06.2026; год назад 3,5х
ЭН+ Генерация: долг / FFO и FFO / проценты (АКРА)	—	2,7х и 2,2х		● хуже порогов 2,0х и 2,5х

Показатель	FY2024	FY2025	1П2026 / LTM	Комментарий
ЭН+ ГРУП (конс.): ЧД / скорр. EBITDA	3,0x	4,1x	3,4x	улучшение за счёт РУСАЛа и цен

Энергосегмент в целом менее закредитован, чем кажется по балансу эмитента: долг сосредоточен на ЭН+ Гидро как на казначействе. Но у оферента — ЭН+ Генерации — метрики АКРА за 2025 г. уже хуже порогов понижения [Факт]: рейтинг удержан авансом, под ожидаемое улучшение. Сильное первое полугодие 2026 г. это ожидание пока подтверждает [Оценка].

7 Долговой профиль — ядро анализа

7.1. Структура долга

Таблица 5. Долговые метрики ООО «ЭН+ ГИДРО» (РСБУ, 31.12.2025; данные АКРА на 30.06.2026)

Метрика	Значение	Бенчмарк	Оценка
Общий долг с арендой (31.12.2025)	226,5 млрд ₽: облигации 63%, банки 26%, аренда 11%	—	● умеренно
Финансовый долг без аренды (30.06.2026, АКРА)	203,2 млрд ₽; деньги 14,9 млрд ₽	—	● стабильно
ЧД / операционная EBITDA: с арендой / без аренды [Расчёт]	2,1x / 2,1x	1,5–2,5x (AA)*	● норма
ЧД / EBITDA через цикл (85,6 млрд ₽) [Расчёт]	2,4x	1,5–2,5x (AA)*	● у верхней границы
Скорр. ЧД (с поручительствами 55,3 млрд ₽) / скорр. EBITDA [Расчёт]	3,2x	2,5–3,5x — зона давления*	● внимание
Операционная EBITDA / проценты [Расчёт]	3,9x	4–8x (IG)*	● ниже нормы
FFO / проценты (АКРА); порог понижения	2,8x; < 2,5x	запас 12%	● тонко
Долг / FFO (АКРА); порог понижения	2,9x; > 3,5x	запас 17%	● тонко
FFO / долг [Расчёт]	25,3%	25–40% (IG)*	● нижняя граница
Краткосрочный долг / общий долг [Расчёт]	80,5%	—	● высоко
Деньги / краткосрочный долг [Расчёт]	10,4%	—	● мало
Доля долга в юанях / доля юаневой выручки	≈70% / 0%	—	● мисматч
Доля плавающей ставки	флоатер 001РС-06 (7 млрд ₽) и часть кредитов	—	● не раскрыта
Средневзвешенная ставка (имплицитная) [Расчёт]	11,7%	—	● низкая за счёт юаня
Невыбранные кредитные линии	108 млрд ₽ (30.06.2026); у энергохолдинга — 400,6 млрд ₽ (30.04.2026)	статус committed не раскрыт	● ключевой буфер

* Бенчмарки — нормативы внутренней методики (ig_credit_prompt_v1) из предоставленного кредитного мемо; рыночных медиан сектора в материалах нет. Аренда (ФСБУ 25/2018) включена в долг, амортизация права пользования — в EBITDA.

Картина двойственная. По «медленным» метрикам — левередж и покрытие — ЭН+ Гидро выглядит как нормальный AA-. По «быстрым» — структура и срочность — как эмитент рангом ниже: четыре пятых долга короткие, денег на балансе — на десятую часть от него, юаневый долг без юаневой выручки. Кредит держится на банковских линиях и на способности группы вернуть займы, которые ей выдал сам эмитент [Оценка].

7.2. График погашений

Стена погашений: первое полугодие 2027 г. — главный экзамен

Погашения и оферты по кварталам, млрд ₽; юаневые выпуски — по курсу ЦБ 12,39 ₽/¥ на 20.10.2026

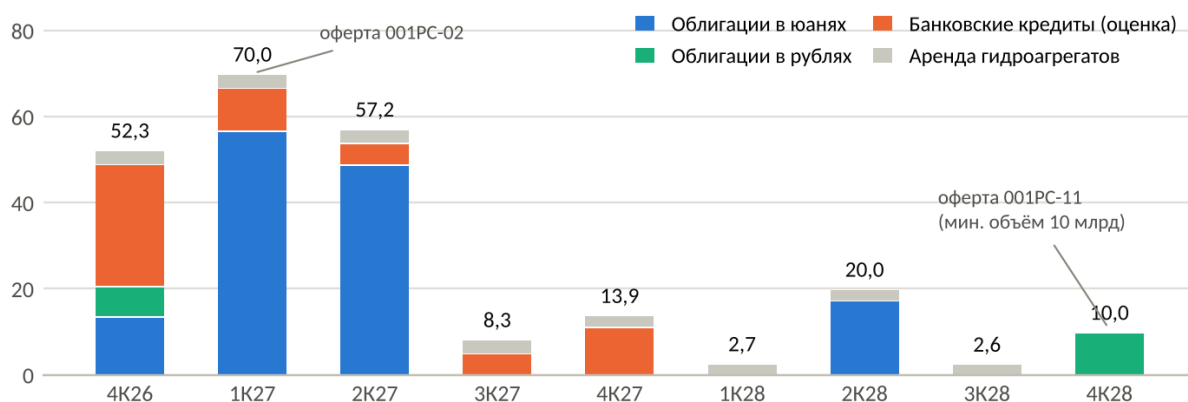


Рис. 5. Погашения и оферты по кварталам, млрд ₽. Источник: параметры выпусков (Мосбиржа, «Эксперт РА»), РСБУ 2025 г.; банковские кредиты и аренда — оценка мемо по Прим. 3.9 и Прил. 6 [Расчёт/Допущение]

Главный экзамен — первое полугодие 2027 г. 25 февраля наступает оферта по клубному выпуску 001PC-02 на 4,58 млрд юаней (около 57 млрд ₽), а в апреле–июне гасятся 001PC-08, 001PC-09 и 001PC-07 ещё на 49 млрд ₽ [Факт/Расчёт]. Собственных источников — 14,9 млрд ₽ денег и около 57 млрд ₽ годового FFO — хватает на 35–40% потребностей ближайшего года [Расчёт]. Остальное закрывают 108 млрд ₽ невыбранных линий, ролlover банковских кредитов и новые выпуски. Разрыва ликвидности нет при условии, что банки продолжают кредитовать, — условие сильное, но не железное.

У пика три буфера: линии на 108 млрд ₽ у эмитента и 400,6 млрд ₽ у энергохолдинга; клубный характер 001PC-02, где якорный держатель, скорее всего, останется при пересмотре купона [Оценка]; и 99,6 млрд ₽ краткосрочных займов, выданных группе, которые теоретически можно отозвать [Факт/Оценка]. Новый выпуск вписывается в эту логику: 10–18 млрд ₽ закрывают от половины до 90% погашений облигаций четвёртого квартала (20,6 млрд ₽), а его собственная оферта приходится на октябрь 2028 г. — за пределами пика [Расчёт].

7.3. Ковенанты

Финансовые ковенанты банковских кредитов в отчётности не раскрыты •. Как прокси используем пороги понижения рейтинга АКРА: долг/FFO не выше 3,5х (факт 2025 г. — 2,9х, запас 17%) и FFO/проценты не ниже 2,5х (2,8х, запас 12%) [Факт/Расчёт]; типовой банковский ковенант ЧД/EBITDA ≤ 3,5х выдерживается с запасом 40% [Расчёт]. Ковенанты в документации облигаций — финансовые и нефинансовые (кросс-дефолт, ограничение залогов, смена контроля) — в использованных материалах не раскрыты •. Главная защита облигационера — *публичные безотзывные оферты* ЭН+ Генерации и ЭН+ Холдинга: по сути, обязательство оферентов выкупить бумаги, если эмитент допустит дефолт [Факт].

7.4. Кредитные рейтинги

Таблица 6. Рейтинги эмитента, выпусков и группы (на 20.10.2026)

Объект	Агентство	Рейтинг / прогноз	Дата действия	Комментарий
ООО «ЭН+ ГИДРО»	АКРА	AA-(RU) / стабильный	14.10.2026, впервые	ОСК а+, +1 степень за поддержку*

Объект	Агентство	Рейтинг / прогноз	Дата действия	Комментарий
ООО «ЭН+ ГИДРО»	«Эксперт РА»	ruAA- / стабильный	13.10.2026, впервые	ОСК ruAA-, паритет с ЭН+ Холдингом
Выпуски 001PC-02, 07, 08, 09, 10	«Эксперт РА»	ruAA-	01.10.2026, подтверждён	паритет с оферентом
Выпуски 001PC-05, 06	АКРА	AA-(RU)	14.10.2026, подтверждён*	—
АО «ЭН+ ГЕНЕРАЦИЯ» (оферент)	АКРА	AA-(RU) / стабильный	05.06.2026, повышен	метрики 2025 г. хуже порогов
МКПАО «ЭН+ ГРУП»	АКРА	AA-(RU) / стабильный	05.06.2026, повышен	—
001PC-11	«Эксперт РА»	соответствует принципам ICMA и ПП № 1587	13.10.2026	заключение о «зелёном» статусе, не рейтинг

* Детали релиза АКРА от 14.10.2026 приведены по внутреннему меморандуму: сайт агентства недоступен для автоматической проверки; уровень AA-(RU) подтверждается агрегатором первичных размещений.

Все рейтинговые действия свежие — моложе пяти месяцев, устаревших сигналов нет, сплита между агентствами тоже: AA- и там, и там. Ближайшие плановые пересмотры — июнь 2027 г. по ЭН+ Генерации (АКРА) и октябрь 2027 г. по эмитенту, то есть уже после пика погашений. Наш внутренний рейтинг — А, на две ступени ниже агентских: мы консервативнее учитываем изъятия кэша в группу, залоги и скорректированный долг с поручительствами [Оценка].

7.5. Стресс-тест обслуживания долга

Таблица 7. Стресс: EBITDA –20% и ставка рефинансирования +300 б.п. (РСБУ, база — FY2025) [Расчёт]

Метрика	База FY2025	Стресс	Порог	Статус
Операционная EBITDA, млрд ₽	97,5	78,0	—	—
Процентные расходы, млрд ₽	25,1	29,3	—	+300 б.п. на ≈140 млрд ₽ [Допущение]
ЧД / EBITDA	2,1x	2,7x	3,5x	● запас 24%
Скорр. ЧД (с поручительствами) / EBITDA	2,7x	3,4x	3,5x	● на грани
EBITDA / проценты	3,9x	2,7x	2,5x	● запас 6%
Скорр. EBITDA (после соцрасходов) / проценты	3,2x	2,1x	2,5x	● пробой
Покрытие потребностей 12 мес. без линий (дивиденды = 0)	0,40x	0,30x	1,0x	● нет
То же с линиями 108 млрд ₽	0,99x	0,89x	1,0x	● почти
То же с линиями и ролloverом банковских кредитов	1,35x	1,22x	1,0x	● да

В стрессе ЭН+ Гидро не ломается, но сгибается: формальный ковенант ЧД/EBITDA держится, а покрытие процентов с учётом соцрасходов уходит ниже порога АКРА — это сценарий понижения на одну-две ступени [Расчёт]. Ликвидность без банков в стрессе не держится вовсе, и это главный вывод раздела: кредит ЭН+ Гидро — это кредит банковских линий и группы, а не баланса отдельной ГЭС.

8 Параметры выпуска 001PC-11

Таблица 8. Параметры выпуска (предварительные, на 20.10.2026)

Параметр	Значение
Эмитент / поддержка	ООО «ЭН+ ГИДРО»; публичные безотзывные оферты АО «ЭН+ ГЕНЕРАЦИЯ» и МКООО «ЭН+ ХОЛДИНГ»
ISIN	● не присвоен на дату анализа
Объём	не менее 10 млрд ₽ (лимит выпуска — до 18,05 млрд ₽)
Номинал	1 000 ₽ (по данным агрегаторов)

Параметр	Значение
Тип купона	флоатер; «зелёный» выпуск (ISMA GBR, ПП РФ № 1587)
База + спред	ключевая ставка за купонный период + не более 250 б.п.; механика усреднения — уточнить в решении о выпуске
Текущий купон при КС 14% [Расчёт]	≈16,5% годовых; чувствительность: КС ±300 б.п. → купон 13,5–19,5%
Периодичность купона	ежемесячно
Погашение	через 10 лет: сентябрь 2036 г. (агрегаторы) / август 2036 г. (заключение «Эксперт РА»)
Put / Call	put-оферта через 2 года (16.10.2028 по данным агрегатора); call • н/д
Амортизация	нет
Дюрация к оферте [Расчёт]	процентная ≈0,1 года; кредитная (спред-дюрация) ≈1,9 года
Доходность к оферте [Расчёт]	≈15,7% эффективных при консенсус-траектории КС; ≈17,8% — если КС останется 14%
Спред к базе (G-спред неприменим)	КС + ≤250 б.п.; при размещении по номиналу дисконт-маржа равна спреду
Премия к пирам	+20–30 б.п. к большинству флоатеров AA- (оценка ИБ «Синара», 19.10.2026) [Оценка]
Ликвидность	• новый выпуск; с учётом объёма ожидаем высокую [Оценка]
Доступ / книга / размещение	неквалифицированным — после тестирования; 22.10.2026 / 27.10.2026; агент — Совкомбанк
Использование средств	рефинансирование затрат на модернизацию ГЭС Ангаро-Енисейского каскада и строительство Сегозерской МГЭС

По форме это 10-летняя бумага, по сути — двухлетняя: рабочий горизонт заканчивается офертой в октябре 2028 г., а процентный риск близок к нулю, потому что купон пересчитывается каждый месяц. Ключевые неизвестные до книги — финальный спред и механика расчёта ставки в купоне; остальное в параметрах стандартно для эмитента уровня AA- [Оценка].

Как эмитент ведёт книги. История размещений неплохо предсказывает 22 октября. На пике ставок, в декабре 2024 г. и мае 2025 г., при рейтинге A+ компания платила КС+500 б.п. в рублях и 12% в юанях; после повышения до AA- купоны новых юаневых выпусков опустились до 7,8–8,5% [Факт]. В июне 2026 г. книгу 001PC-10 сжали с 9,0% до 8,5% — на 50 б.п. от стартового ориентира [Факт]. Если история повторится, финальный спред 001PC-11 окажется в районе КС+220–230 б.п. — у той границы, где премия к справедливому уровню почти исчезает [Оценка].

Справедливая доходность

Метод А — относительный. Рублёвые флоатеры AAA сейчас стоят КС+120–180 б.п., AA+ — до КС+200–220, большинство AA- — около КС+220–230: по оценке «Синары», ориентир ЭН+ Гидро на 20–30 б.п. выше [Факт/Оценка]. Отдельные AA- со своей спецификой — ГТЛК и ТрансКонтейнер — торгуются на КС+325–350 б.п. С поправкой на размер выпуска (в плюс) и донорскую финансовую политику (в минус) справедливый уровень по методу А — **КС+220–230 б.п.** [Оценка]

Метод Б — фундаментальный. Складываем компоненты: ожидаемые потери, ликвидность, управленческий риск, риск миграции рейтинга и надбавку за пик рефинансирования (табл. 9). Получаем **КС+195–205 б.п.** [Расчёт/Допущение]

Таблица 9. Справедливый спред 001PC-11 к ключевой ставке, б.п. (на 20.10.2026) [Расчёт]

Компонент	б.п.	Основа
Ожидаемые потери (PD × LGD)	36	PD 0,65% в год (внутренний рейтинг А) × LGD 55% с учётом залогов [Допущение]
Премия за ликвидность	40–50	крупный выпуск, ежемесячный купон, доступ для розницы [Допущение]
Управленческий и событийный риск	65	изъятия в группу, нет МСФО эмитента, валютный мисматч [Оценка]
Риск миграции рейтинга	34	20% вероятность понижения на ступень × 170 б.п. [Оценка]
Надбавка за пик погашений 1П2027	20	концентрация оферт и погашений [Оценка]
Итого, метод Б	195–205	фундаментальная оценка
Метод А (рынок пиров AA-)	220–230	относительная оценка

Компонент	б.п.	Основа
Справедливый спред (середина)	≈215	диапазон 200–230

Стандартный порог «в рынке» $\pm 150\text{--}200$ б.п. рассчитан на высокодоходные бумаги; для IG-флоатера мы сужаем его до $\pm 40\text{--}50$ б.п. При ориентире КС+250 премия к справедливому уровню — около +35 б.п.: достаточна, но не избыточна. При КС+220–230 бумага «в рынке», ниже КС+210 премии нет [Расчёт].

Где стоит КС+250: лестница спредов рублёвых флоатеров

Спред к КС, б.п., октябрь 2026; «≤» — верхняя граница ориентира книги; чёрная засечка — наш справедливый спред

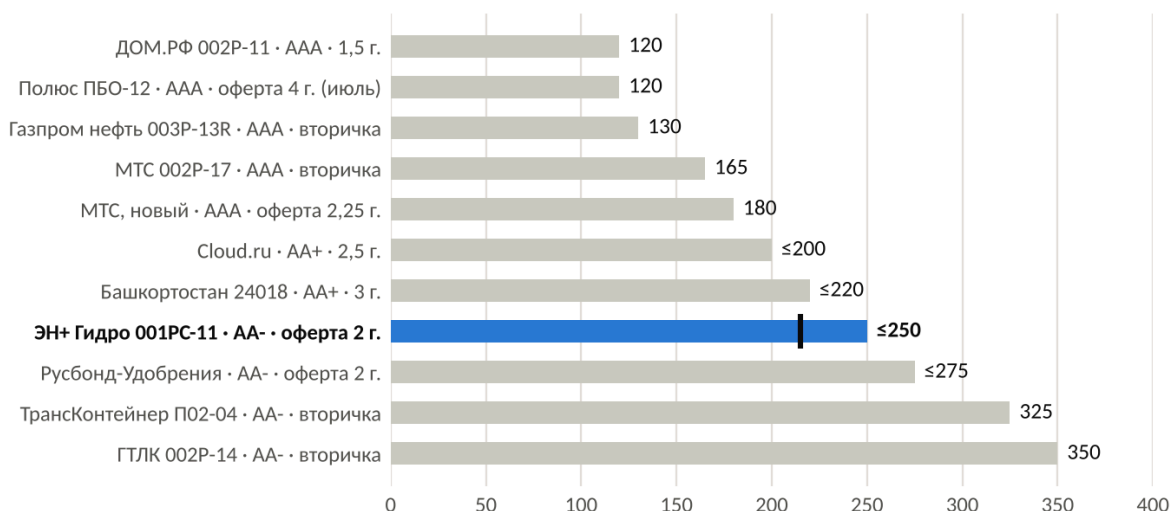


Рис. 6. Спреды рублёвых флоатеров к ключевой ставке, октябрь 2026. Источник: CorpBonds, Smart-Lab, Investfuture, ИБ «Синара»; для книг — верхняя граница ориентира [Факт]

9 Матрица рисков

Таблица 10. Ключевые риски на горизонте до oferty (вероятность и влияние: Н — низкие, С — средние, В — высокие) [Оценка]

Риск	Вероятн.	Влияние	Митигант
Пик рефинансирования: оферта 001PC-02 на ≈57 млрд ₽ 25.02.2027 и погашения 001PC-07/08/09 на ≈49 млрд ₽ во II кв. 2027 г. при закрытом рынке	● С	● В	линии 108 млрд ₽ (статус committed не раскрыт); клубный держатель 001PC-02; займы группе 99,6 млрд ₽ к возврату
Продолжение изъятий: дивиденды > 30 млрд ₽ и новые займы группе при отрицательном FCF второй год подряд	● В	● С	оферты ЭН+ Генерации и ЭН+ Холдинга; иных ограничений нет — отсутствует
Девальвация: юань +20% к рублю → долг +29 млрд ₽, ЧД/ЕВITDA 2,1x → 2,4x	● С	● С	рублёвый 001PC-11; валютная выручка — только у РУСАЛа, на уровне группы
Многоводный 2027 г.: цены РСВ –20% → выручка –20%, ЕВITDA около –34% при переносе 85%	● С	● С	рост выработки частично компенсирует цену; КОМ — регулируемая часть выручки
Конец доп. индексации КОМ (+15,16%) с 01.01.2027	● В (событие)	● Н	отмена дисконта 3,5% по прямым договорам: +2–3,5 млрд ₽ в год [Расчёт]
Структурная субординация: 100% долей эмитента в залоге у банков, агрегаты — в аренде у «Иркутскэнерго»	● Н	● В	оферты по облигациям; влияет на возвратность, а не на вероятность дефолта
Заражение от РУСАЛа: давление на алюминий, ЧД/ЕВITDA металлургического сегмента ≈5,8x LTM [Расчёт]	● Н–С	● В	раздельные дивизионы; ЕВITDA сегмента +64% в 1П2026

Две верхние строки матрицы — про одно и то же: компания одновременно отдаёт кэш наверх и опирается на линии, чтобы гасить долг. Пока группа здорова, конструкция работает. Ломается она, по нашей оценке, только при одновременной реализации трёх событий: закрытый рынок,

замороженные линии и неспособность группы вернуть хотя бы 50–70 млрд ₽ из выданных ей займов [Оценка].

10 Red Flags Check

Таблица 11. Проверка красных флагов (РСБУ FY2025 и данные на 20.10.2026; да / нет / частично / н/д)

Флаг	Статус	Пояснение
Отрицательный операционный поток 2+ периода подряд	● нет	OCF +47,4 и +57,3 млрд ₽ в 2024–2025 гг.
Дебиторка растёт быстрее выручки	● частично	торговая — нет (18 дней); авансы ×110, долг связанных сторон 26,8 млрд ₽
Забалансовые обязательства / поручительства за связанных	● да	55,3 млрд ₽ (снизились со 144,5 млрд ₽ в 2023 г.)
Частая смена аудитора / CFO	● н/д	данных о смене нет; аудитор — «Интерком-Аудит»
Оговорки или going concern в заключении	● нет	немодифицированное мнение от 04.03.2026
Залог ключевых активов	● да	100% долей эмитента заложены по банковским кредитам
Концентрация: топ-3 клиента > 50% выручки	● частично	до 50% выработки — прямые договоры с РУСАЛом
Существенные судебные иски	● нет	исков более 1% валюты баланса нет
Дивиденды при отрицательном FCF (специфика)	● да	58,4 млрд ₽ при FCF после дивидендов –6,1 млрд ₽
Требования к группе > 50% активов (специфика)	● да	займы 142,3 млрд ₽ + дебиторка 26,8 млрд ₽ = 63% активов
Короткий долг > 40% и деньги < 50% короткого долга	● да	80,5% и 10,4%
Нет собственной МСФО и совета директоров (специфика)	● да	только РСБУ; единоличный исполнительный орган
Расхождения между отчётами (специфика)	● да	технические, по реклассификации дебиторки 2023–2024 гг.

Пять красных флагов из тринадцати — много для AA-. Но все они описывают одну болезнь — роль эмитента как казначейства и донора группы, — а не операционную слабость. Операционные флаги (денежный поток, аудит, суды) — зелёные.

11 Сценарный анализ

Таблица 12. Сценарии до оферты (октябрь 2028 г.) для держателя 001РС-11 [Расчёт/Оценка]

Сценарий	Р	Предпосылки	Метрики эмитента	Спред и цена через 12 мес.	Доходность к оферте, эфф.
● Bull	25%	водность в норме, цены РСВ на уровне 2026 г.; дивиденды ≤ 30 млрд ₽; пик 2027 г. пройден на новых выпусках; КС снижается быстрее консенсуса (в среднем ≈11,5%)	ЧД/ЕВITDA ≤ 2,0х; FFO/проценты ≥ 3,0х; прогноз «позитивный»	КС+190–200; 100,5–100,8%	≈14,8%
● Base	55%	консенсус по КС: 14% до конца 2026 г., ≈12% к концу 2027 г. (в среднем ≈12,2%); дивиденды 25–40 млрд ₽; рефинансирование линиями и выпусками	ЧД/ЕВITDA 2,0–2,4х; рейтинги стабильны	КС+230–250; 99,9–100,2%	≈15,3%
● Bear	20%	цены РСВ –20%, юань +20%, дивиденды > 30 млрд ₽; инфляция удерживает КС на 14%; PD 2,5% в год, восстановление при дефолте 45%	ЧД/ЕВITDA 2,6–3,3х; FFO/проценты < 2,5х; понижение на 1–2 ступени	КС+400–450; ≈97–97,5%	≈16,2%*
Итог	100%	вход по КС+250 / по КС+220	—	КС+265 б.п.	≈15,3% / ≈15,0%

* С учётом ожидаемых потерь от дефолта; при удержании до оферты. Продажа до оферты в медвежьем сценарии фиксирует ценовую просадку 2,5–3%.

Вероятностно-взвешенная доходность к оферте — около 15,3% эффективных при входе по КС+250 и 15,0% при КС+220 [Расчёт]. Это на уровне двухлетней ОФЗ (15,1%) и примерно на 80 б.п. выше флоатера AAA со спредом КС+130 в тех же сценариях (около 14,5%) [Расчёт]. Вывод неочевидный, но важный: премия к ОФЗ почти целиком оплачивает кредитный риск, а не создаёт «лишнюю»

доходность. Вероятностно-взвешенный спред через год — КС+265 б.п.: по нашим сценариям премия скорее расширится, чем сузится. Это ставка на купон, а не на рост цены [Расчёт].

И ещё один парадокс флоатера. Медвежий кредитный сценарий, если он идёт в паре с высокой ставкой, приносит держателю до oferty больше базового: купон растёт вместе с КС, а ценовая просадка реализуется, только если продавать раньше. Риск флоатера — не ставка, а дефолт и вынужденная продажа [Оценка].

12 Вердикт редакции

ЭН+ Гидро — сильный операционный актив с агрессивной финансовой политикой, обёрнутый в поддержку группы. Кредит держится не на балансе эмитента, а на банковских линиях и здоровье ЭН+ Генерации; пока группа зарабатывает так, как в первом полугодии 2026 г., конструкция устойчива. Новый флоатер полезен кредиту — рубли вместо юаней, oferta за пределами пика — и платит около 35 б.п. сверх справедливого уровня. Премия тонкая: она исчезает, если книгу сожмут ниже КС+220 б.п.

Взгляд редакции: конструктивный — для участия в книге 001РС-11 при спреде не ниже КС+220 б.п.; нейтральный — для юаневых выпусков на вторичке. Внутренняя тактическая категория — А2, «IG с событийным риском» [Оценка].

Премия: достаточна при КС+250 (+35 б.п. к справедливому КС+215); «в рынке» при КС+220–230; недостаточна ниже КС+210 [Расчёт].

Risk/Reward: спред на 120 б.п. шире, чем у флоатеров AAA, при ожидаемых кредитных потерях около 50 б.п. в год — примерно 2,4:1 в пользу инвестора. Ценовой апсайд ограничен (+0,5–0,8%), даунсайд в стрессе — минус 2,5–3% по цене [Расчёт].

Портфельное позиционирование:

- **Подходит:** рублёвому инвестору с горизонтом до oferty (октябрь 2028 г.), которому нужен плавающий купон как страховка от сценария «ставка высоко надолго». Доля — в пределах 3–4% портфеля на всю группу ЭН+, включая РУСАЛ. Кредитный горизонт два года чуть длиннее лимита 1,8 года из тактического мемо, но для флоатера это приемлемо: процентная дюрация около нуля, а oferta приходится на период после пика погашений [Оценка].
- **Не подходит:** тем, кто ставит на быстрое снижение ставки — при средней КС ниже 11,7% флоатер проигрывает двухлетней ОФЗ (рис. 8), а фиксированный купон эмитента АА-выигрывает ещё сильнее [Оценка]; тем, кому нужна юаневая доходность; тем, кто не готов мириться с внутригрупповыми потоками и отсутствием МСФО у эмитента.
- **Триггеры пересмотра:** 22.10.2026 — финальный спред (ниже КС+210 — пропуск книги); 23.10.2026 — решение ЦБ и новый прогноз КС; 17.11 и 15.12.2026 — погашения 001РС-05 и 001РС-06; 25.02.2027 — oferta 001РС-02 (если к выкупу предъявят более половины выпуска без нового размещения — понижение взгляда); март 2027 г. — РСБУ за 2026 г. и дивиденды (отрицательный FCF после дивидендов второй год подряд — понижение взгляда); июнь и октябрь 2027 г. — пересмотры АКРА.

12.1. Первичка 001РС-11 или вторичка?

Короткий ответ: это разные инструменты для разных денег. **Рублёвой альтернативы 001РС-11 на вторичном рынке нет.** Единственный рублёвый выпуск эмитента — флоатер 001РС-06 — гасится 15 декабря, доступен только квалифицированным инвесторам и торгуется по 100,9% от номинала. При такой цене его доходность до погашения — около 13,7–13,9% эффективных, то есть примерно ключевая ставка без всякой премии [Расчёт]. Остальные выпуски эмитента на вторичке — юаневые.

Таблица 13. Что выбрать: первичка против вторички (котировки 19–20.10.2026)

Выпуск	Валюта и купон	Доходность	Горизонт	Ликвидность	Взгляд
001PC-11 (первичка)	RUB, флотеер	КС + ≤250 б.п.; купон ≈16,5%	2 г. до oferty	ожидается высокая	● участвовать при ≥ КС+220
001PC-07	CNY, фикс 8,25%	9,1–9,2% в юанях	0,7 г.	хорошая	● лучшая точка юаневой кривой
001PC-08	CNY, фикс 7,8%	9,2–9,3% в юанях	0,45 г.	хорошая	● держать
001PC-10	CNY, фикс 8,5%	8,8–9,1% в юанях	1,5 г.	хорошая	● справедливо; фиксация купона
001PC-05	CNY, фикс 8,1%	≈8,4% в юанях	1 мес.	высокая	● гасится 17.11 — входить поздно
001PC-06	RUB, КС+500 б.п.	≈13,7–13,9% (цена 100,9%)	2 мес.	только для квалов	● премия «съедена» ценой
001PC-02 / 001PC-09	CNY	≈9,2% (оценка)	0,35–0,5 г.	низкая (клуб / лот 100 тыс. ¥)	● не для розницы

Юаневая вторичка — для юаневого кэша. Если у вас юани — например, от погашения 001PC-05 17 ноября, — лучшая точка кривой 001PC-07: около 9,2% в юанях на восемь месяцев, на 35–40 б.п. выше справедливого уровня [Расчёт]. Это локальная аномалия: короткие выпуски продавали, чтобы поучаствовать в размещении РУСАЛа под 10% [Факт]. 001PC-10 оценен справедливо — инструмент для фиксации купона 8,5% до середины 2028 г. В тактическом мемо предложено соотношение примерно 60/40 между ними [Оценка].

Юаневая кривая ЭН+ Гидро: дешевле AAA, на уровне AA-

Доходность к погашению в юанях, % (ось Y) и дюрация, лет (ось X); котировки на 19.10.2026

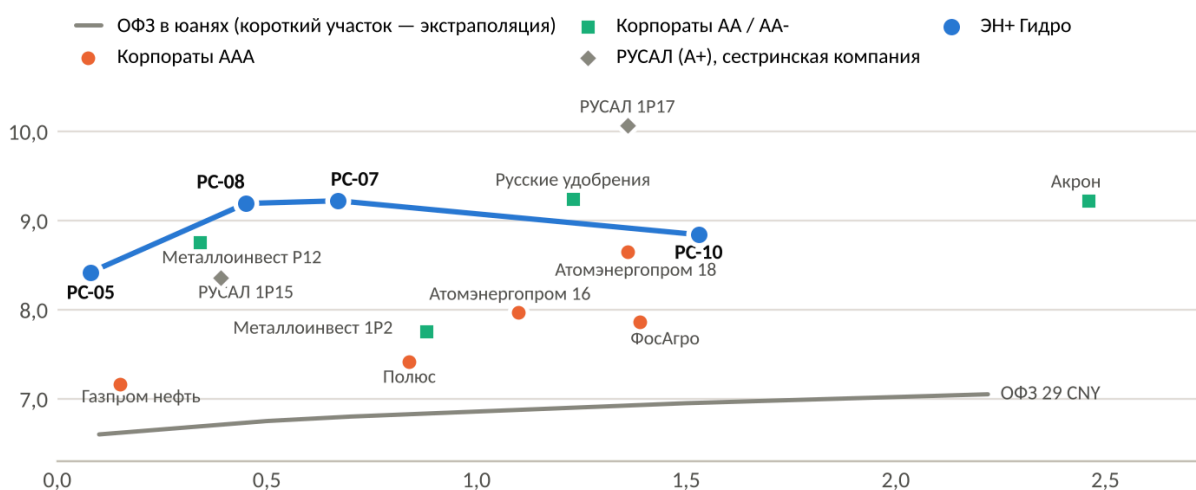


Рис. 7. Юаневая кривая ЭН+ Гидро против ОФЗ и корпоративных пиров. Источник: Мосбиржа (TQOY), Fundstat, T-Инвестиции на 19.10.2026; короткий участок кривой ОФЗ в юанях — экстраполяция мемо [Факт/Допущение]

Рубли против юаней. Для рублёвого инвестора выбор между 001PC-11 и юаневыми выпусками — ставка на курс, а не на кредит: эмитент один и тот же. Юаневый 001PC-10 обгонит рублёвый флотеер, только если к июню 2028 г. юань подорожает примерно до 13,7 ¥ — на 10% к сегодняшнему курсу, около 6% в год; для 001PC-07 порог — около 13 ¥ к концу июня 2027 г. [Расчёт]. Консенсус-прогноз на конец 2026 г. — 12,73 ¥ за юань [Факт]: рынок ждёт ослабления рубля, но медленнее, чем нужно для безубыточности юаневой позиции.

Две точки безубыточности: ставка и курс

Эффективная доходность, % годовых: слева — флотеер против ОФЗ, справа — юаневый 001PC-10 против флотеера

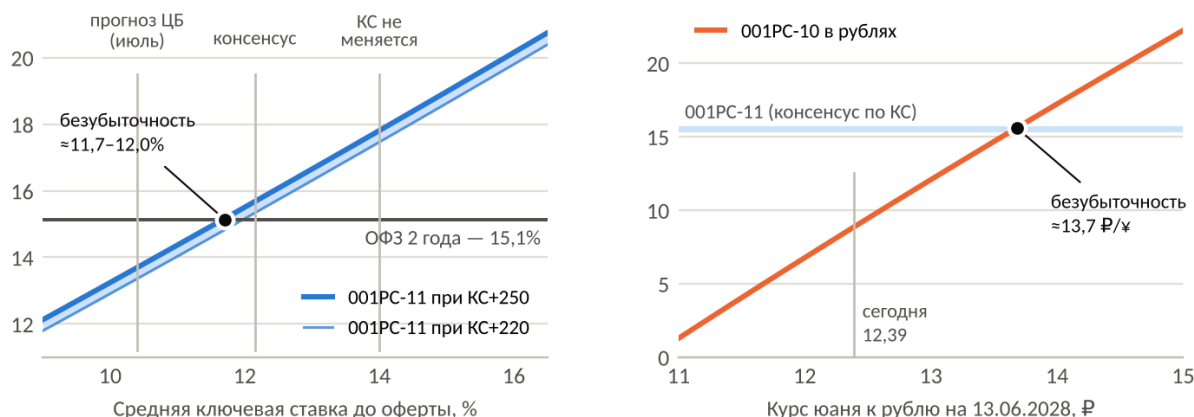


Рис. 8. Точки безубыточности: флотеер против ОФЗ и юань против рубля. Источник: расчёты автора; ОФЗ — кривая бескупонной доходности ЦБ на 19.10.2026; траектории КС — допущения на основе консенсуса и июльского прогноза ЦБ [Расчёт/Допущение]

Итог для читателя. Рублёвая часть — книга 001PC-11 с ограничением спреда КС+220 б.п.; при более низком финальном спреде премия исчезает, и логичнее дожидаться вторичных торгов: при плотной книге новые флотееры нередко торгуются чуть ниже номинала [Оценка]. Юаневая часть — 001PC-07 как основная точка, 001PC-10 для фиксации ставки. Мимо — 001PC-06 по 100,9% и неликвидные 001PC-02 и 001PC-09. Совокупный лимит на группу ЭН+ — в пределах 3–4% портфеля.

Disclaimer: материал носит аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

13 Ограничения и источники

Даты. Дата анализа — 20.10.2026. Котировки юаневых выпусков — 19.10.2026 со сверкой на 20.10.2026 (расхождение между терминалами — до 0,3 п.п. доходности), кривая ОФЗ — 19.10.2026, курс юаня — 12,3869 Р (ЦБ, 20.10.2026), ключевая ставка — 14,00% (решение от 11.09.2026; следующее заседание — 23.10.2026).

Пробелы в данных и их влияние на выводы:

- Нет промежуточной РСБУ эмитента за 1П2026 — ЛТМ-метрики не рассчитаны, текущий леввередж оценён по данным на 31.12.2025 и агрегатам АКРА; уверенность — средняя.
- Нет собственной МСФО эмитента и полной МСФО ЭН+ Холдинга — периметр поручительств, залогов и ковенантов не верифицирован.
- Не раскрыты доля committed-линий в лимите 108 млрд Р, уровни банковских ковенант и график возврата займов группе; в расчётах трактуются консервативно.
- По 001PC-11 до книги неизвестны финальный спред, ISIN, точная дата погашения (сентябрь или август 2036 г. в разных источниках) и механика расчёта ставки в купоне.
- Траектории ключевой ставки для доходности к ofercie — наши допущения на основе консенсуса (Газпромбанк, БКС) и июльского прогноза ЦБ; новый прогноз ЦБ 23.10.2026 может их сдвинуть.
- Детали релиза АКРА от 14.10.2026 взяты из внутреннего мемо; первоисточник недоступен для автоматической проверки.

PRO BONDS RF