

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdaikov@zenit.ru

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): позитивные данные в финансовой отчетности за 1П13, однако в бумагах компании не видим идей

Вчера национальный авиаперевозчик опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1П13. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 1П13 Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable) увеличил выручку на 14.1% г/г (до 4 128 млн. долл.), при этом доля выручки от авиаперевозок выросла на 1.2 пп г/г (до 88.7%). Показатель EBITDA продемонстрировал быстрый рост, увеличившись на 41.9% г/г (до 352 млн. долл.), в результате рентабельность по EBITDA выросла на 1.2 пп г/г – до 8.5%. Отметим, что рост финансовых результатов компании был обеспечен, в первую очередь, сильными операционными показателями компании. Так, пассажирооборот Аэрофлота (неконсолидированные данные) вырос в 1П13 на 22.8% г/г (до 27 774 млн. пкм), а занятость пассажирских кресел превысила 77%, тогда как по итогам 1П12 этот показатель находился на уровне около 75%. Кроме того, операционные расходы компании в 1П13 росли медленнее выручки (на 12.2% г/г в пересчете на доллары), что внесло свой вклад в увеличение маржи.

Свободный денежный поток Аэрофлота по итогам 1П13 вырос на 20.2% г/г (до 456 млн. долл.) даже несмотря на увеличение капитальных расходов (включая выплаты тела долга по лизинговым договорам) на 11.4% г/г (до 226 млн. долл. или 0.6x EBITDA), что стало следствием увеличения чистого операционного денежного потока на 17.1% г/г (до 682 млн. долл.). Свободный денежный поток компании был направлен на погашение кредитов и займов (снизились на 37% к началу года – до 443 млн. долл.), а также на пополнение ликвидных активов на балансе (денежные средства и краткосрочные финвложения на конец 1П13 выросли на 50.8% к началу года – до 756 млн. долл.). Вместе с тем, сокращение задолженности по кредитам было нивелировано ростом обязательств по финансовому лизингу (который мы учитываем в составе долга), в результате общий долг на конец 1П13 вырос на 8.1% по сравнению с началом года (до 2 796 млн. долл.), при этом, благодаря увеличению ликвидных активов на балансе, величина чистого долга не сильно изменилась и составила 2 040 млн. долл. (-2.2% к 2012 г.). Впрочем, заметный рост EBITDA в 1П13 на фоне стабильной величины чистого долга позволил Аэрофлоту все же сократить долговую нагрузку, уровень которой снизился на конец 1П13 до 2.6x в терминах чистый долг/EBITDA LTM против 3.1x на начало года.

Единственный обращающийся на рынке биржевой выпуск компании Аэрофлот БО-01 (YTM 7.95/D 2.28) торгуется на уровне прочих заемщиков с госучастием и рейтингом уровня «BB», например АПРОСА и Ростелеком, бумаги которых дают спрэд около 150 бп к ОФЗ практически вне зависимости от дюрации. В этой связи, на наш взгляд, с тем же спрэдом более привлекательно выглядит покупка более коротких бондов АПРОСА в свете усиления кредитного профиля компании за счет недавней продажи своих газовых активов Роснефти и перспектив IPO, которые наконец обрели реальные черты.

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота за 1П13 по МСФО

| млн. долл. | 1П13 | 1П12 | % |
|---------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка | 4 128 | 3 618 | 14.1% |
| доля выручки от авиаперевозок | 88.7% | 87.5% | 1.2 пп |
| ЕБИТДА | 352 | 248 | 41.9% |
| Операционная прибыль | 167 | 98 | 70.0% |
| Чистая прибыль | 1 | 7 | -79.7% |
| Рентабельность по EBITDA | 8.5% | 6.9% | 1.7 пп |
| Операционная рентабельность | 4.0% | 2.7% | 1.3 пп |
| Чистая рентабельность | 0.0% | 0.2% | -0.2 пп |
| Операц. ден.поток до изм. ОК | 327 | 227 | 44.4% |
| Чистый операцион. ден. поток | 682 | 582 | 17.1% |
| CAPEX (вкл. лизинговые платежи) | 226 | 203 | 11.4% |
| Свободный денежный поток | 456 | 379 | 20.2% |

| млн. долл. | 1П13 | 2012 | % |
|----------------------------------|-------|-------|----------|
| Активы | 6 820 | 6 246 | 9.2% |
| в т.ч. ден. ср-ва и кр.фин.влож. | 756 | 501 | 50.8% |
| Долг* | 2 796 | 2 587 | 8.1% |
| доля краткосрочного долга | 12.7% | 27.5% | -14.8 пп |
| Чистый долг* | 2 040 | 2 086 | -2.2% |
| Капитал | 1 465 | 1 626 | -9.9% |
| CAPEX/EBITDA | 0.6x | 1.0x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 3.6x | 3.9x | - |
| Чистый долг/EBITDA | 2.6x | 3.1x | - |
| EBITDA/Процентные платежи | 7.6x | 8.9x | - |
| Долг/Капитал | 1.9x | 1.6x | - |

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Данные консолидированной отчетности Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей ОАО «Аэрофлот» в 1П13

| | 1П13 | 1П12 | % |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| Пассажирооборот, млн. пкм | 27 774 | 22 618 | 22.8% |
| Занятость пассажирских кресел | 77.1% | 74.8% | 2.3 пп |
| Пассажиропоток, тыс. чел. | 9 542 | 7 938 | 20.2% |

Источник: Данные Компании

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

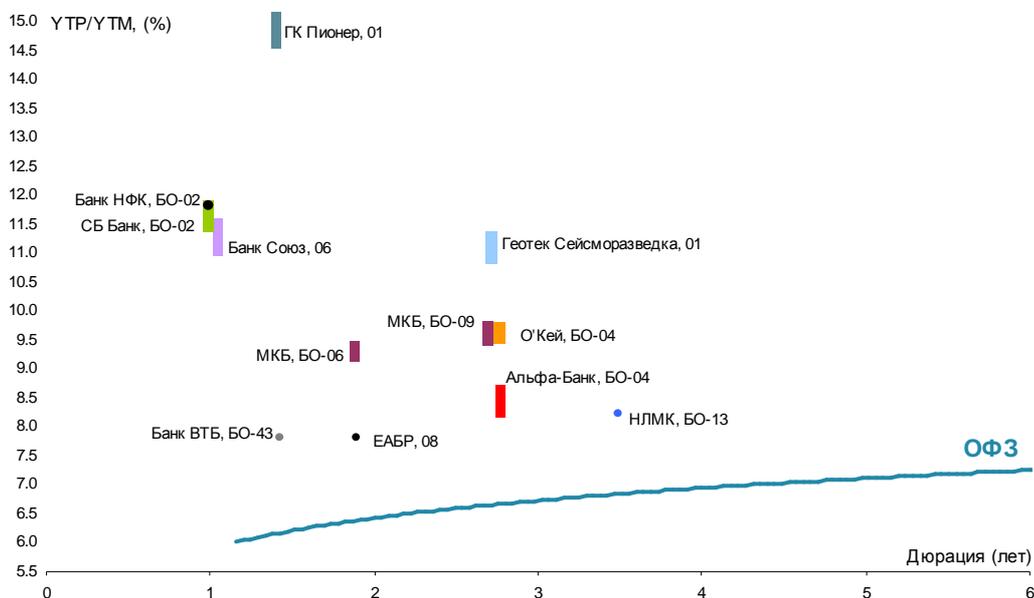
| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем размещения, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|-------------------------|-------------------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| ВТБ, БО-43 | BBB / Baa2 / BBB | да | 20 000 | 7.82 | 09.10.2013 | 11.10.2013 | нет / 1.43 г. | 1.5 г. / 10 лет |
| НЛМК, БО-13 | BB+ / Baa3 / BBB- | да | 5 000 | 8.21 | 07.10.2013 | 14.10.2013 | нет / 3.49 г. | 4 г. / 10 лет |
| Банк НФК, БО-02 | B / B3 / - | да | 2 000 | 11.83 | 10.10.2013 | 14.10.2013 | нет / 1 г. | 1 г. / 3 г. |
| РЖД, БО-13 | BBB / Baa1 / BBB | да | 25 000 | Купон: 7.10 | 10.10.2013 | 14.10.2013 | н/д | нет / 20 лет |
| СБ Банк, БО-02 | - / B3 / - | да | 2 000 | 11.30-11.83 | 11.10.2013 | 15.10.2013 | нет / 1 г. | 1 г. / 3 г. |
| О'Кей, БО-04 | - / - / B+ | да | 5 000 | 9.46-9.73 | 11.10.2013 | 15.10.2013 | нет / 2.68 г. | 3 г. / 5 лет |
| ЕАБР, 08 | BBB / A3 / - | да | 5 000 | 7.80 | 10.10.2013 | 16.10.2013 | нет / 1.89 г. | 2 г. / 7 лет |
| Банк Союз, 06 | B / - / - | да | 2 000 | 11.04-11.57 | 15.10.2013 | 17.10.2013 | нет / 1 г. | 1 г. / 5 лет |
| Нота-Банк, БО-01 | B / B2 / - | да | 1 500 | н/д | 15.10.2013 | 17.10.2013 | н/д | н/д / 3 г. |
| Геотек Сейсмозащита, 01 | B / - / - | да | 3 000 | 10.78-11.30 | 17.10.2013 | 23.10.2013 | нет / 2.64 г. | 3 г. / 5 лет |
| МКБ, БО-06 | BB- / B1 / BB- | да | 5 000 | 9.10-9.41 | 22.10.2013 | 24.10.2013 | нет / 1.87 г. | 2 г. / 5 лет |
| МКБ, БО-09 | BB- / B1 / BB- | да | 3 000 | 9.41-9.73 | 22.10.2013 | 24.10.2013 | нет / 2.68 г. | 3 г. / 5 лет |
| Альфа-Банк, БО-04 | BB+ / Baa1 / BBB- | да | 10 000 | 8.16-8.68 | 22.10.2013 | 24.10.2013 | нет / 2.71 г. | нет / 3 г. |
| Домашние деньги, БО-01 | NR | нет | 1 000 | 18.81-19.91 | 25.10.2013 | 29.10.2013 | нет / 1 г. | 1 г. / 3 г. |
| УК Квартстрой, 01 | B- / - / - | да | 1 500 | 15.56-16.64 | 25.10.2013 | 29.10.2013 | нет / 2.51 г. | нет / 3 г. |
| ГК Пионер, 01 | B- / - / - | да | 2 000 | 14.49-15.03 | XX.10.2013 | XX.10.2013 | нет / 1.40 г. | 1.5 г. / 3 г. |

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

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 | Амортизация/Дюрация |
|------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| Татфондбанк, БО-08 | - / B3 / - | да | 2 000 | 1.3 / 100% | 11.72-12.25 | 12.15 | 10.10.2013 | нет / 1.41 г. |
| Силловые машины, 02 | - / Baa1 / - | да | 10 000 | 1.4 / 100% | 8.26-8.58 | 8.26 | 10.10.2013 | нет / 2.72 г. |
| Разгуляй-Финанс, БО-01 | NR | нет | 2 000 | н/д / 100% | н/д | 11.62 | 09.10.2013 | нет / 1 г. |
| Русфинанс Банк, 15 | - / Baa1 / BBB+ | да | 5 000 | 2.2 / 100% | 8.42-8.68 | 8.47 | 08.10.2013 | нет / 2.30 г. |
| Финпромбанк, 01 | - / B3 / - | да | 1 500 | н/д / 100% | 12.55-13.10 | 12.82 | 08.10.2013 | нет / 1 г. |



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Цена послед. сделки | УТР/УТМ | Дюрация | Комментарий |
|--------------------------------|------------------------------|---------------------|---------|---------|--|
| НПК, БО-01 | Globaltrans: - / Ba3 / BB | 101.80 | 8.65 | 1.32 | Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании |
| НПК, БО-02 | | 100.70 | 8.76 | 1.32 | |
| Газпром нефть, 08 | BBB- / Baa3 / - | 102.31 | 7.65 | 2.12 | Наиболее интересное предложение в рамках сектора среди заемщиков инвестиционного качества с учетом предлагаемой доходности и дюрации - спрэд к ОФЗ на уровне 170-180 бп |
| Газпром нефть, 09 | | 102.05 | 7.78 | 2.12 | |
| ГТЛК, 01 | BB- / - / - | 102.00 | 10.01 | 2.07 | Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке |
| ГТЛК, 02 | | 102.00 | 10.00 | 2.08 | |
| Русский Стандарт, БО-02 | В+ / Ba3 / В+ | 100.82 | 10.40 | 1.38 | Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка |
| Русский Стандарт, БО-03 | | 100.98 | 8.97 | 0.85 | |
| Восточный Экспресс Банк, БО-07 | - / Ba1 / BBB+ | 100.69 | 10.09 | 1.20 | Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию как к собственным бумагам сопоставимой дюрации (около 30 бп к выпуску БО-10), так и к выпускам основных игроков в рамках сегмента. Спрэд к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет около 40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 120-200 бп |
| Мираторг-Финанс БО-03 | - / - / В | 100.94 | 11.13 | 2.16 | Дополнительные 150 бп к спрэду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 210 бп при аналогичных кредитных рейтингах |

Данные в таблице по состоянию на 10.10.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Цена послед. сделки | УТW | Дюрация | Комментарий |
|----------------|------------------|---------------------|-------|---------|--|
| VTB'17 | BBB / Baa1 / BBB | 105.65 | 4.24 | 3.20 | Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая около 100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах |
| VTB'18 (6.315) | | 106.45 | 4.66 | 3.85 | |
| VTB'18 (6.875) | | 108.58 | 4.78 | 3.97 | |
| VTB'20 | | 105.38 | 5.61 | 5.75 | |
| RCCF'17 | В+ / B2 / В | 98.44 | 8.42 | 2.35 | Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности |
| GPBRU'19 (sub) | BB+ / Ba1 / - | 105.95 | 5.97 | 4.55 | Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к сраршему выпуску GPBRU'17 около 100 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 30-40 бп |
| RSHB'21 (sub) | - / Baa2 / BBB- | 100.58 | 5.76 | 2.42 | Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией |
| FESHRU'18 | BB- / - / В+ | 87.69 | 11.56 | 3.69 | Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом свыше 600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 250 бп премии к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит слишком широко |
| FESHRU'20 | | 87.59 | 11.50 | 4.79 | |
| EVRAZ'17 | В+ / B1 / ВВ- | 103.21 | 6.37 | 3.06 | Спрэды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 100 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали |
| EVRAZ'18 | | 108.96 | 7.14 | 3.66 | |

Данные в таблице по состоянию на 10.10.2013

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 |

Управление продаж

| | | |
|-------------------------------|--------------------|--|
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Шабанова | j.shabanova@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 | Евгений Чердаков | e.cherdakov@zenit.ru |
| Количественный 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 |
| | Андрей Пашкевич | a.pashkevich@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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.