

Над долговым рынком ЧISTОЕ НЕБО

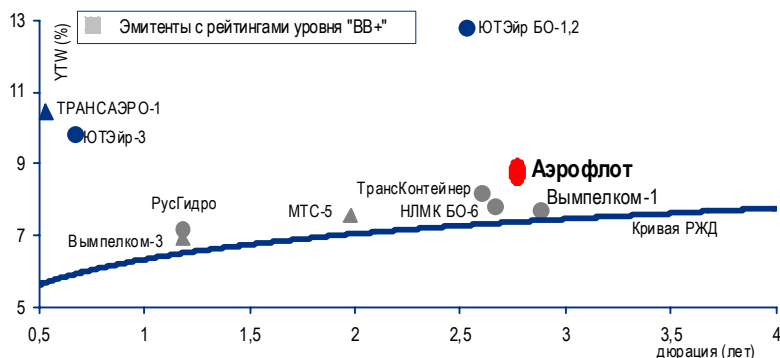
РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Книга заявок закрывается 8 апреля. Продолжается формирование книги заявок на приобретение биржевых облигаций Аэрофлота серий БО-1 и БО-2. Параметры выпусков приведены в таблице справа. Компания намерена направить поступления от размещения облигаций на рефинансирование бридж-кредита Сбербанка, привлеченного для финансирования сделки по выкупу собственных акций у Национальной резервной корпорации. Аэрофлот не новичок на рынке облигаций – ранее компания размещала два рублевых займа, последний из которых был погашен эмитентом в 2004 г. Незадолго до нынешнего размещения агентство Fitch присвоило Аэрофлоту кредитный рейтинг «BB+», совпадающий с рейтингами таких компаний, как, например, МТС, Вымпелком, НЛМК, РусГидро и Трансконтейнер. Наличие соответствующего кредитного рейтинга позволяет рассчитывать на включение бумаг Аэрофлота в ломбардный список ЦБ.

Рекомендуем участвовать в размещении. Комплексно подходу к оценке кредитного профиля Аэрофлота, мы рассматриваем риски рефинансирования эмитента как низкие. Основные аргументы в пользу этой точки зрения – благоприятная структура долга компании, рентабельность выше отраслевого уровня, огромные масштабы деятельности и весомый фактор господдержки. Исходя из наших оценок справедливый уровень доходности облигаций Аэрофлота должен предлагать премию в размере около 50 б.п. к близким по дюрации выпускам **Вымпелком-1** и **НМЛК-БО-6**, что в настоящий момент соответствует доходности порядка 8,23–8,32% и находится вблизи нижней границы заявленных ориентиров. Несмотря на идентичные уровни кредитных рейтингов, мы принимаем во внимание более высокие автономные кредитные метрики НЛМК и Вымпелкома по сравнению с Аэрофлотом. Указанный диапазон доходности предполагает премию на уровне 70–80 б.п. к кривой РЖД (BBB/Vaa1/BBB), что мы считаем обоснованной компенсацией за кредитный риск Аэрофлота. Таким образом, если бы размещение происходило сегодня, мы бы рекомендовали выставлять заявки на купон выше 8,10%. В то же время, учитывая высокий спрос, который инвесторы уже предъявили на бумаги компании, мы не исключаем, что при размещении доходность выпусков сложится ниже заявленных организаторами ориентиров.

Рекомендуем участвовать в размещении

Диаграмма доходностей рублевых облигаций



*Котировки по состоянию на 5 апреля
Источники: ММВБ, УРАЛСИБ Кэпитал

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпусках

Эмитент	ОАО "Аэрофлот"
Выпуски	Аэрофлот БО (серии 1, 2)
Рейтинги эмитента	Fitch BB+
Общий объем	12 млрд руб.
Купон	полугодовой
Срок обращения	3 года
Оферта	не предусмотрено
Ориентир ставки купона	8,00 - 8,75%
Ориентир по доходности	УТМ 8,16 - 8,94%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	8 апреля 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	12-13 апреля 2010 г.

Благоприятная структура долга

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота

МСФО, млн долл.	2008	9 мес. 09
Выручка	4 614	2 463
ЕБИТДА	525	430
Свободный денежный поток	26	(75)
Совокупный долг	1 423	1 606
Краткосрочный долг	223	283
Денежные средства	147	127
Чистый долг	1 276	1 479
Коэффициенты		
Норма ЕБИТДА (%)	11,4	17,5
ЕБИТДА/Проц.расх.	12,5	22,1
Чистый долг/ЕБИТДА*	2,4	3,1

*ЕБИТДА рассчитана за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Аэрофлот – символ российской авиации

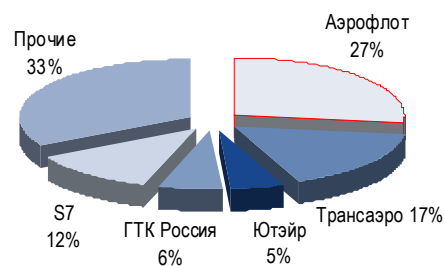
Крупнейший российский авиаперевозчик. Аэрофлот – крупнейший авиаперевозчик в РФ, символ гражданской авиации страны – его создание совпало с рождением этой отрасли в России. В 2008 г. компания отмечала свое 85-летие. Согласно данным Росавиации, в 2009 г. Аэрофлот перевез 8,8 млн пассажиров, а доля компании в совокупном пассажирообороте РФ составила 27%. По состоянию на конец 2009 г. Аэрофлот выполнял рейсы в 111 городов 46 стран мира. Участие в альянсе SkyTeam позволяет компании предлагать пассажирам доступ к маршрутам своих партнеров по соглашениям о код-шеринге, с учетом которых маршрутная сеть Аэрофлота охватывает 165 направлений.

Стратегический актив. В настоящий момент Российское правительство напрямую контролирует 51,175% акций авиаперевозчика. Кредитный рейтинг Аэрофлота на уровне «BB+» по версии Fitch, присвоенный компании в марте нынешнего года, на две ступени ниже суверенного рейтинга РФ (BBB/Baa1/BBB). При этом, как отметило в своем кредитном заключении агентство Fitch, рейтинг Аэрофлота на одну ступень выше, чем предполагает собственная кредитоспособности перевозчика, что отражает высокий уровень господдержки, которой пользуется компания. На наш взгляд, одна ступень рейтинга – все же заниженная оценка этого значимого фактора.

Роялти – важная привилегия Аэрофлота. Роялти – платежи за пролет над российской территорией, получаемые исключительно Аэрофлотом, наделяют компанию особым статусом среди российских авиаперевозчиков. Данная статья доходов весьма существенна для Аэрофлота: за счет пролетных платежей компания ежегодно получает дополнительно порядка 400–450 млн долл. выручки. Согласно нашей оценке, по итогам 2009 г. доля пролетных платежей в совокупной выручке Аэрофлота составила около 13%, а доля в EBITDA – 78%. Если бы рынок авиаперевозок был либерализован, а роялти отменены, Аэрофлот мог бы вполне столкнуться с убытками уже несколько лет назад. Роялти является предметом давнего спора между Россией и ЕС. Ранее сообщалось о возможной отмене пролетных платежей начиная с 2013 г., однако пока данная информация не находит подтверждения. И хотя пока неясно, как будет дальше развиваться ситуация с роялти, значительное влияние этой статьи дохода на кредитный профиль Аэрофлота не вызывает сомнений.

Приоритетный доступ к международным маршрутам. Пассажирские перевозки приносят Аэрофлоту порядка 75–80% выручки, причем более 60% денежных поступлений приходится на долю международных маршрутов, а более 90% выручки от пассажирских перевозок формируется регулярными (не чартерными) рейсами. По сложившейся традиции назначение перевозчиков на международные маршруты является предметом межправительственных соглашений, которыми оговариваются также число перевозчиков, обслуживающих каждый маршрут, и провозные емкости. Конкурентный отбор перевозчиков не практикуется. Аэрофлот является назначенным российским авиаперевозчиком на ключевых международных направлениях и удерживает беспорное лидерство в сегменте регулярных международных рейсов. По данным компании, в 2009 г. она контролировала 46,4% данного рынка.

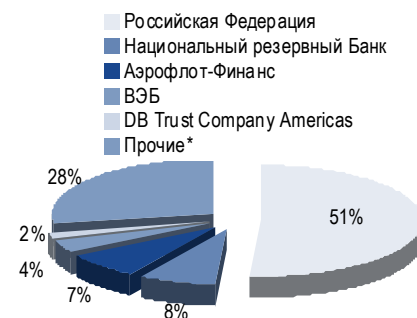
Аэрофлот - крупнейший авиаперевозчик...
 Структура совокупного пассажирооборота, 2009 г.



Источники: Росавиация

... и стратегический актив для государства

Основные акционеры на 17.02.2010

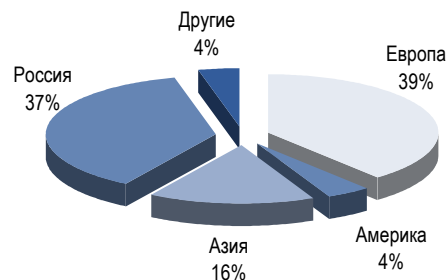


*В том числе представляют интересы А. Лебедева

Источники: Аэрофлот

Международные маршруты приносят более 60% выручки

Региональная структура выручки Аэрофлота, 9 мес. 2009 г.



Источники: Аэрофлот

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

С ПРИБЫЛЬЮ В ТЯЖЕЛЫЕ ВРЕМЕНА

Кризисный год больно ударил по авиаиндустрии... Отрасль авиационных перевозок в значительной степени зависит от циклических изменений в экономике. Мировой экономический спад существенно сказался на операционных и финансовых показателях авиаперевозчиков – как российских, так и зарубежных. На российском рынке некоторые авиакомпании не смогли справиться с последствиями кризиса и были вынуждены уйти с рынка, а часть перешла «под крыло» более сильных конкурентов. Как следствие, с начала 2009 г. до середины марта 2010 г. число российских авиакомпаний сократилось со 175 до 166. В течение нынешнего года консолидация отрасли, скорее всего, продолжится.

...но Аэрофлот пережил его лучше конкурентов. Спад не обошел Аэрофлот стороной, однако снижение его показателей оказалось менее существенным, чем в отрасли в целом. Так, в 2009 г. пассажирооборот Аэрофлота сократился лишь на 4% по сравнению с 2008 г. против 8,3% по отрасли в целом. Подобному результату компания во многом обязана грамотной маркетинговой стратегии (среди прочего упомянем программы «Аэрофлот-бонус»). Не последнюю роль в условиях кризиса сыграл, конечно, и узнаваемый бренд Аэрофлота – компания пользуется доверием у клиентов. Примечательно и то, что, согласно данным неаудированной отчетности по МСФО, Аэрофлот завершил 9 месяцев 2009 г. с прибылью в размере 170 млн долл., в то время как мировые лидеры отрасли (к примеру, Lufthansa и British Airways) показали убыток. Ради справедливости скажем, что, по нашему мнению, Аэрофлоту удалось добиться положительного финансового результата во многом за счет получаемых компанией роялти.

Восстановление рынка авиаперевозок продолжается. Общие положительные тенденции в мировой и российской экономике, наметившиеся во II половине 2009 г. находят свое отражение и в результатах отрасли авиаперевозок. С октября 2009 г. месячный пассажирооборот и уровень коммерческой загрузки Аэрофлота начали увеличиваться по сравнению с теми же периодами прошлого года, а в первые два месяца 2010 г. этот тренд усилился – число перевезенных Аэрофлотом пассажиров увеличилось на 29% относительно того же периода 2009 г. (до 1,5 млн пассажиров). Перспективы нынешнего года также выглядят вполне радужными для отрасли. Согласно макроэкономическому прогнозу УРАЛСИБа, рост ВВП по итогам 2010 г. составит 5,5%. Это, вероятно, окажет поддержку доходам населения, что, в свою очередь, будет способствовать повышению спроса на авиаперевозки.

ОБНОВЛЕНИЕ ПАРКА – СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ЦЕЛЬ

Самый молодой авиапарк – козырная карта... Аэрофлот находится в лучшем положении, чем другие российские авиаперевозчики, благодаря более молодому авиапарку компании (по данным перевозчика, средний возраст его авиапарка составляет менее пяти лет), при этом Аэрофлот обладает также одним из самых современных авиапарков в Европе. По состоянию на конец 2009 г. самолетный парк Аэрофлота насчитывал 166 авиалайнеров, 108 из которых составляют топливно эффективные самолеты Airbus и Boeing. Таким образом, потребности Аэрофлота в обновлении парка существенно ниже, чем в среднем по отрасли, и компания может проявлять большую гибкость в

Аэрофлот пережил кризис лучше конкурентов

Динамика операционных показателей, %

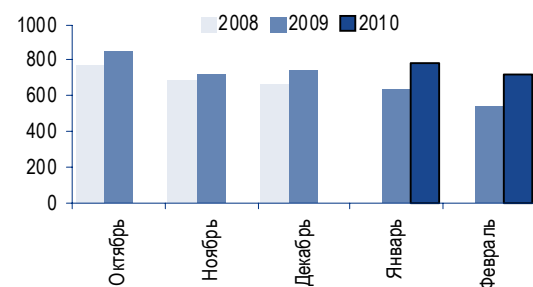


*Ассоциация европейских авиакомпаний

Источники: Аэрофлот

Рынок авиаперевозок восстанавливается

Перевозки пассажиров Аэрофлотом, тыс. чел.



Источники: Росавиация

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

осуществлении программы модернизации. Задержки с модернизацией самолетного парка у конкурентов усилят роль Аэрофлота как центра консолидации отрасли в среднесрочной перспективе.

..но его модернизация все равно необходима. Одна из важных стратегических целей развития Аэрофлота – модернизация и унификация самолетного парка, способствующие поддержанию и усилению конкурентных преимуществ авиакомпании на рынке авиаперевозок. К настоящему моменту Аэрофлот заключил крупные контракты на приобретение 22 дальнемагистральных самолетов Airbus и Boeing с началом поставок в 2016 г. Помимо иностранных самолетов, в 2010–2011 гг. в парке Аэрофлота появятся первые российские региональные самолеты нового поколения SSJ-100 (Аэрофлот разместил твердый заказ на 30 таких авиалайнеров).

ЦЕНТР КОНСОЛИДАЦИИ АВИАОТРАСЛИ

Консолидация авиаактивов Ростехнологий сделает Аэрофлот недостижимым для конкурентов... В начале февраля нынешнего года премьер-министр Владимир Путин одобрил сделку по приобретению Аэрофлотом авиационных активов Ростехнологий (это шесть авиакомпаний, включая ГТК «Россия» и Владивосток Авиа, которые ранее планировалось консолидировать на основе Росавиа). Предположительно сделка будет проведена в неденежной форме – в виде обмена активами с использованием 25,8% акций Аэрофлота, которые государство намеревается выкупить у Национальной резервной корпорации (НРК), контролируемой Александром Лебедевым. К настоящему времени государство уже выкупило 6,3% акций. Пока у сторон имеются ценовые разногласия относительно остальной части пакета, однако, по нашему мнению, компромисс с большой долей вероятности будет найден. В случае если сделка между Аэрофлотом и Ростехнологиями состоится, то приобретение значительно усилит рыночные позиции Аэрофлота и сделает его недостижимым для других авиакомпаний. Так, например, на основании показателей 2009 г. авиатранспортные активы Ростехнологий, по нашим оценкам, добавили бы 55% к пассажирообороту Аэрофлота, а доля рынка компании могла бы возрасти с 27% до 41%. Кроме того, по нашему мнению, приобретение активов Ростехнологий минимизирует для Аэрофлота риск потери поступлений от роялти, учитывая, что эта угроза была во многом обусловлена созданием на базе этих активов альтернативного Аэрофлоту государственного авиаперевозчика.

...но у сделки есть и обратная сторона. Пока ни точные условия, ни точные сроки сделки неизвестны, за исключение того, что переходный период по передаче активов не должен превышать трех лет. В настоящий момент достаточно сложно подробно исследовать влияние возможной сделки на будущие финансовые показатели Аэрофлота. В то же время хорошо известно, что активы, которые будут переданы Аэрофлоту, находятся в плохом финансовом состоянии: они убыточны, а их совокупная долговая нагрузка, по нашим оценкам, составляет около 300 млн долл. Таким образом, возможная консолидация этих активов в отчетность Аэрофлота может оказать давление на рентабельность компании и увеличить ее долговую нагрузку. С другой стороны, необходимо принять во внимание, что, по словам представителей Аэрофлота, потенциальная сделка по приобретению авиаактивов Ростехнологий, в сущности, не является для компании «обязательной» или «вынужденной». Аэрофлот намерен в течение 2010 г. провести due diligence данных активов, на основании которого

По нашим оценкам, авиаактивы Ростехнологий позволят Аэрофлоту увеличить долю рынка в общем пассажирообороте с 27% до 41%

Консолидация показателей авиаактивов Ростехнологий может ухудшить автономные кредитные метрики Аэрофлота

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

будут приниматься соответствующие решения. Как уточнялось, Аэрофлот не намерен консолидировать в группу заведомо проблемные активы, не отвечающие его требованиям к показателям рентабельности. Помимо этого, важным условием является реструктуризация долгов приобретаемых компаний.

Устойчивый финансовый профиль

Рентабельность выше, чем у конкурентов. В условиях экономического спада выручка Аэрофлота по итогам за 9 месяцев 2009 г. (последняя по времени неаудированная отчетность компании МСФО) снизилась на 31% относительно того же периода 2008 г. – до 2,5 млрд долл. (в рублевом выражении снижение выручки было намного скромнее – 6,7%). Оптимизация и опережающее сокращение расходов по сравнению с выручкой позволили компании по итогам отчетного периода повысить показатели рентабельности. Операционная рентабельность Аэрофлота возросла на 3,1 п.п. до 12,5%, норма EBITDA повысилась на 4,2 п.п. до 17,5%. Рентабельность Аэрофлота заметно превышает аналогичные показатели его российских и международных конкурентов (см. таблицу справа), однако нельзя сбрасывать со счетов фактор роялти.

Топливные издержки – основа себестоимости. Рост рентабельности Аэрофлота по итогам 9 месяцев 2009 г. – прежде следствие 59-процентного сокращения расходов компании на авиатопливо ввиду снижения мировых цен на нефть. При этом доля топливных издержек в совокупных операционных расходах Аэрофлота по итогам 9 месяцев 2009 года снизилась до 24% против 39% за 9 месяцев 2008 г. Расходы на топливо остаются для Аэрофлота – как и для любого авиаперевозчика – основной статьей себестоимости и оказывают значительное влияние на финансовые результаты компании.

Благоприятная структура долга

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, млн долл.

МСФО	2007	2008	9 мес. 09	9 мес. 08	Изм. за год, %
Выручка	3 808	4 614	2 463	3 580	(31,2)
ЕБИТДА	735	525	430	477	(9,9)
Чистая прибыль	313	37	170	141	20,6
Операционный денежный поток	217	501	251	323	(22,3)
Капитальные затраты	(374)	(475)	(326)	(337)	(3,3)
Свободный денежный поток	(157)	26	(75)	(14)	(435,7)
					Изм. за год, %
Совокупный долг	1 262	1 423	1 606	-	12,9
<i>Краткосрочный долг</i>	199	223	283	-	26,9
<i>Денежные средства</i>	91	147	127	-	(13,6)
Чистый долг	1 171	1 276	1 479	-	15,9
Собственный капитал	1 112	945	1 057	-	11,9
Активы	3 398	3 350	3 823	-	14,1
Кoeffициенты					
Норма EBITDA (%)	19,3	11,4	17,5	13,3	
EBITDA/Проц.расх.	16,3	12,5	22,1	16,4	
Долг/EBITDA*	1,7	2,7	3,4	-	
Чистый долг/EBITDA*	1,6	2,4	3,1	-	
Долг/Собственный капитал	1,1	1,5	1,5	-	

* EBITDA рассчитана за последние 12 месяцев

о

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа |ТЬ

Рентабельность Аэрофлота выше, чем у конкурентов

Ключевые финансовые показатели авиакомпаний

Авиакомпания	Норма EBITDA	Чистый долг/EBITDA
Аэрофлот (NR/NR/BB+)	17,5	3,1
Трансаэро*(NR)	10,8	2,3
Ютэйр*(NR)	14,9	3,8
Lufthansa(BBB-/Ba1/NR)	7,6	3,4
British Airways(BB-/B1/NR)	7,4	3,6

* Данные отчетности по РСБУ

Источники: данные компаний

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

– за 9 месяцев 2009 г. задолженность компании увеличилась на 12,9% до 1,6 млрд долл., а рост показателя с 2006 г. составил 87%. Продолжается и увеличение долговой нагрузки, выраженной отношением Чистый долг/EBITDA. Так, на 30 сентября 2009 г. этот показатель составлял 3,1 против 2,4 на конец 2008 г. Однако его нельзя назвать высоким для отрасли, причем речь идет как о российских, так и о западных авиакомпаниях. Для сравнения, у Lufthansa (BBB-/Ba1/NR) он составляет 3,4, у British Airways (BB-/B1/NR) – 3,6, у Трансаэро (NR) – 2,3, у Ютэйр (NR) – 3,8. Отметим, что у Трансаэро и Ютэйр показатели приводятся на основании отчетности по РСБУ и являются отчасти заниженными, ввиду того что показатели долга не включают в себя обязательства по финансовому лизингу.

Строительство нового терминала – главная причина роста долга... Рост долговой нагрузки Аэрофлота отражает реализуемую компанией программу капиталовложений. Так, в 2008 г. капиталовложения эмитента составили 475 млн долл, за 9 месяцев 2009 г. – 326 млн долл. При этом 2008 г. Аэрофлот сумел завершить с положительным свободным денежным потоком в размере 26 млн долл, а по итогам 9 месяцев 2009 г. показатель был отрицательным (-75 млн долл.). Основная часть капитальных затрат компании связана с инвестициями в строительство нового аэровокзального комплекса «Шереметьево-3» (Терминала D), помимо этого компания несет расходы на обновление и модернизацию авиапарка.

...но проект уже завершен... Строительство Терминала D было завершено в IV квартале 2009 г. Аэрофлоту еще предстоит рассчитаться по кредитам, привлеченным для строительства, однако необходимо отметить, что финансирование на данные цели (общим объемом 838 млн долл. по состоянию на 1 марта 2010 г.) привлекалось в форме долгосрочных кредитов ВТБ и ВЭБа (погашение в 2019–2022 гг.), предоставленных компании в рамках проектного финансирования. Таким образом, как подтвердили представители Аэрофлота, компания планирует существенно уменьшить объем капиталовложений уже в нынешнем году (был назван показатель 30 млн долл.), и поддерживать незначительный объем капиталовложений в дальнейшем. По ожиданиям Fitch, свободный денежный поток Аэрофлота в течение 2010–2013 гг. (то есть срока обращения размещаемых облигаций компании) будет положительным.

...что позволяет ожидать снижения долгового бремени. Мы полагаем, что долговая нагрузка Аэрофлота станет постепенно снижаться уже в текущем году, что несколько противоречит оценке Fitch, согласно которой левередж эмитента начнет сокращаться с конца 2010 г., на который, как ожидает агентство, придется пик нагрузки. Существенному снижению долгового бремени Аэрофлота может способствовать передача авиакомпанией контрольного пакета акций построенного аэровокзального комплекса «Шереметьево-3» под управление сторонней организации с деконсолидацией из отчетности показателей долга, связанного с проектом. Однако пока это остается лишь неподтвержденной теоретической возможностью.

Благоприятная структура задолженности существенно снижает риски рефинансирования. В меморандуме, опубликованном в связи с размещением облигаций, Аэрофлот раскрывает объем долга по состоянию на 1 марта 2010 г. – 1,4 млрд долл. Этот показатель, в отличие от данных МСФО за 9 месяцев 2009 г. (1,6 млрд долл.), не учитывает задолженность по финансовому лизингу, которая на тот момент составляла 479 млн долл. Таким образом, можно предполо-

Аэрофлот прогнозирует незначительный объем капитальных затрат с 2010 г.

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

жить что общий долг Аэрофлота с 30 сентября 2009 г. увеличился еще примерно на 19%. Если исходить из того, что задолженность Аэрофлота составляет 1,4 млрд долл., то 58% из этой суммы приходится на долю долгосрочного финансирования, привлеченного компанией в ВТБ и ВЭБе, о чем уже упоминалось ранее. Остальная часть (594 млн долл.) практически в полном объеме подлежит погашению в нынешнем году. При этом 79% долга (467 млн долл.) – это бридж-кредит, привлеченный в Сбербанке для финансирования сделки по выкупу собственных акций у НРК. Учитывая, что Аэрофлот намерен рефинансировать данный кредит за счет размещаемых в настоящее время облигаций, то, по сути, 91% задолженности эмитента можно классифицировать как долгосрочный долг. С учетом финансового лизинга данный показатель, по нашим оценкам, существенно не изменится и составит 85–89%, что, естественно, практически лишает смысла рассмотрение рисков Аэрофлота, связанных с рефинансированием его краткосрочной задолженности.

Преобладание валютных заимствований не создает серьезных рисков. Долгосрочный долг Аэрофлота номинирован преимущественно в долларах – в настоящий момент долларские займы эмитента, по нашим расчетам, составляют в общей сложности 65–70% от совокупного долгового портфеля компании. Основная часть выручки Аэрофлота, в свою очередь, также определяется курсом доллара и евро, что ограничивает для компании размер чистых валютных обязательств, которые подвержены рискам, связанным с ослаблением рубля. Однако при этом сохраняется риск изменений кросс-курса доллара/евро – как отмечается в инвестиционном меморандуме, более 50% выручки компании формируется за счет рублевых доходов от продажи авиабилетов на территории РФ, цены на которые привязаны к курсу евро, пересматриваемому на еженедельной основе.

Схема операционного лизинга – источник угрозы для денежных потоков. Как отмечало в своем обзоре агентство Fitch, 84% воздушных судов Аэрофлота в настоящее время принадлежат компании на основании договоров лизинга (20% по финансовому и 64% по операционному лизингу). В дальнейшем Аэрофлот также намеревается финансировать модернизацию и увеличение авиапарка преимущественно за счет операционного лизинга. Широкое использование договоров операционного лизинга, с одной стороны, положительно для кредитного профиля компании, так как это не увеличивает напрямую ее балансовый долг с установленной датой погашения. С другой стороны, схема операционного лизинга предполагает регулярный отток средств в виде лизинговых платежей, которые за 9 месяцев 2009 г. составили у Аэрофлота 202 млн долл. Такой отток средств сопряжен с существенным риском для денежных потоков эмитента и становится особенно актуальным в случае резкого падения спроса на услуги авиакомпании, что увеличит давление на операционный денежный поток.

ВОЗМОЖНАЯ ПОТЕРЯ РОЯЛТИ – ОСНОВНОЙ РИСК

Ключевые риски: возможность потери роялти и зависимость от цен на нефть... К наиболее значительным кредитным рискам Аэрофлота мы относим возможную потерю доходов от роялти, которые оказывают существенное влияние на операционный доход авиаперевозчика. В то же время, если это и случится, то едва ли раньше 2013 г., на который приходится срок погашения размещаемых в настоящий момент облигаций компании. В числе прочих ключевых

После размещения облигаций около 90% долгового портфеля Аэрофлота будет сформировано долгосрочными заимствованиями

В случае резкого падения спроса на услуги компании схема операционного лизинга существенно увеличит давление на ее операционный денежный поток

РАЗМЕЩЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

кредитных рисков Аэрофлота мы выделяем резкие колебания мировых цен на нефть. Если для большинства международных перевозчиков снижение цен на нефть, и, как следствие, стоимости авиатоплива является положительным фактором, то в случае Аэрофлота это не столь очевидно: резкое удешевление нефти одновременно способствует падению доходов населения России и снижению экономической активности в стране, что влечет за собой снижение спроса на услуги авиаперевозчиков. Таким образом, Аэрофлоту выгодна скорее относительная стабильность и «сбалансированность» на нефтяном рынке. К остальным, менее значимым кредитным рискам эмитента, мы относим сохраняющуюся в настоящее время неопределенность относительно сделки по приобретению Аэрофлотом авиаактивов Ростехнологий, влияние которой на финансовый профиль компании в настоящий момент сложно оценить.

...компенсируются масштабами деятельности. В целом мы придерживаемся положительного взгляда на кредитный профиль Аэрофлота и не сомневаемся в способности эмитента своевременно обслуживать свои долговые обязательства. Компания доказала, что в состоянии сохранять финансовую устойчивость в ходе недавнего экономического спада и должна извлечь выгоды в процессе продолжающегося восстановления экономики и как следствие, растущего спроса на услуги авиакомпаний. В числе основных факторов, оказывающих поддержку кредитному качеству Аэрофлота, мы отмечаем прежде всего благоприятную структуру долга, рентабельность, существенно превышающую среднеотраслевой уровень, огромные масштабы деятельности и большую стратегическую важность для государства, поддержка со стороны которого является весомым фактором при оценке кредитоспособности эмитента.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010