

КРИЗИСНЫЙ ГОД ПРЕОДОЛЕН ОТНОСИТЕЛЬНО ЛЕГКО

Результаты за 2009 г. по МСФО

Рост прибыльности в кризисный год. Вчера Аэрофлот представил аудированные финансовые показатели за 2009 г. по МСФО, которые мы считаем нейтральными с точки зрения кредитного качества авиаперевозчика. Анализ долговой ситуации эмитента по состоянию на конец 2009 г. представляется нецелесообразным, поскольку при размещении рублевых облигаций в апреле нынешнего года компания раскрывала более поздние данные по своему долговому портфелю. Однако динамика показателей выручки и рентабельности, на наш взгляд, заслуживает внимания. Кризисный 2009 г. стал очень сложным для авиатранспортной отрасли и не обошел стороной Аэрофлот, которому при этом удалось добиться меньшего снижения операционных показателей, чем прочим российским и ряду европейских перевозчиков. При 27-процентном снижении выручки по итогам 2009 г. EBITDA Аэрофлота упала лишь на 14%, что было достигнуто преимущественно за счет сокращения топливных издержек (на 53% до 725 млн долл.). Благодаря этому компании удалось повысить рентабельность EBITDA на 2 п.п. относительно показателей 2008 г. – до 12,6%, а чистая рентабельность Аэрофлота за прошлый год выросла с 0,5% до 2,6%. В качестве негативной тенденции отметим отрицательный свободный денежный поток в размере 154 млн долл., что отражает главным образом масштабные инвестиции компании в строительство нового терминала «Шереметьево-3».

Благоприятная структура задолженности. За 2009 г. совокупный долг Аэрофлота увеличился на 34% до 1,7 млрд долл., отношение Чистый долг/EBITDA достигло 3,8 (2,3 на конец 2008 г.). В меморандуме, опубликованном к размещению облигаций, Аэрофлот раскрывал общий объем своего долга на 1 марта 2010 г. – 1,4 млрд долл. Этот показатель, в отличие от данных по МСФО за 2009 г. (1,7 млрд долл.), не учитывает задолженность по финансовому лизингу, которая на тот момент составляла 735 млн долл. (примечательно, что в IV квартале обязательства Аэрофлота по финансовому лизингу увеличились на 53%). Таким образом, можно предположить, что в январе-феврале совокупный долг Аэрофлота увеличился примерно на 25% с конца 2009 г., отразив привлечение бридж-кредита Сбербанка на сумму 12 млрд руб. (400 млн долл.). Если исходить из того, что задолженность компании составляет 1,4 млрд долл., то 59% из этой суммы приходится на долю долгосрочного финансирования, привлеченного компанией в ВТБ и ВЭБе в рамках проектного финансирования на цели строительства нового терминала. Остальная часть долга (594 млн долл.) практически в полном объеме подлежит погашению в нынешнем году, из этой суммы бридж-кредит Сбербанка в размере 400 млн долл. компания рефинансировала посредством размещения облигаций. Учитывая, что в 2010 г. компания больше не привлекала новых крупных кредитов, около 90% текущей задолженности Аэрофлота можно классифицировать как долгосрочный долг. С корректировкой на финансовый лизинг этот показатель, по нашей оценке, существенно не изменится и составит около 85%.

Благоприятная структура долга

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, млн долл.

МСФО	2008	9 мес. 09	2009	Изм. за год, %
Выручка	4 603	2 463	3 346	(27,3)
ЕБИТДА	489	403	423	(13,6)
Чистая прибыль	24	170	86	258,3
Чистый опер. ден. поток	473	251	229	(51,6)
Капитальные затраты	(475)	(326)	(383)	(19,4)
Свободный денежный поток	(2)	(75)	(154)	(7600,0)
				Изм. за кв., %
Совокупный долг	1 275	1 389	1 712	23,3
Краткосрочный долг	223	283	268	(5,3)
Денежные средства	147	127	121	(4,7)
Чистый долг	1 128	1 262	1 591	26,1
Собственный капитал	937	1 057	1 006	(4,8)
Активы	3 350	3 823	4 021	5,2
Коэффициенты				
Норма EBITDA (%)	10,6	16,4	12,6	
EBITDA/Проц.расх.	8,9	20,7	10,3	
Долг/EBITDA*	2,6	3,2	4,0	
Чистый долг/EBITDA*	2,3	2,9	3,8	
Долг/Собственный капитал	1,4	1,3	1,7	

* EBITDA рассчитана за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Удачная сделка по оптимизации стоимости долга. Несколько дней назад Аэрофлот сообщил, что при помощи сделок валютного свопа конвертировал обязательства по уплате процентных платежей по рублевым облигациям (общий объем займов – 12 млрд руб., срочность – три года, купонная ставка – 7,75%) в обязательства, номинированные в евро, с эффективной ставкой 3,89%. Мы рассматриваем данную сделку как весьма успешную для компании. Полученная эмитентом эффективная ставка заимствований по облигационному долгу, на который приходится чуть менее 30% от общего долгового портфеля Аэрофлота сопоставима со стоимостью недавно размещенного нового суверенного долга РФ. Очевидно, что в случае заимствований на рынке облигаций на данный срок компания не могла бы претендовать на доходность в евро ниже 5,5–6%, исходя из текущей кривой бумаг Газпрома, номинированных в европейской валюте. Валютный риск, возникающей у Аэрофлота в результате операции валютного свопа, представляется нам незначительным. В структуре выручки компании доля доходов в евро составляет около 14%. Согласно прогнозам наших аналитиков по акциям, в 2010 г. общая выручка Аэрофлота составит 4,2 млрд долл. Таким образом, доходы в евро предположительно составят около 479 млн евро (исходя из текущего спот-курса). Доходы Аэрофлота в евро на уровне EBITDA в 2010 г. мы оцениваем примерно в 50 млн евро. Исходя из текущих кросс-курсов процентные обязательства компании по операциям валютного свопа соответствуют примерно 12,3 млн евро (в год), что объясняет незначительные валютные риски, которые принимает компания. В то же время следует учесть, что итоговый выигрыш в ставках, получаемый Аэрофлотом будет зависеть от эффективности проводимых компаний операций хеджирования.

Перспективы в целом благоприятны; текущий уровень доходности облигаций Аэрофлота представляется справедливым. Мы по-прежнему придерживаемся положительного взгляда на кредитный профиль Аэрофлота. Отрасль авиаперевозок продолжает оправляться от последствий экономического спада (по данным Росавиации, за январь–апрель пассажиропоток Аэрофлота увеличился на 131% относительно показателей 2009 г. и составило 3,1 млн). По нашей оценке, долговая нагрузка Аэрофлота постепенно начнет снижаться уже в текущем году, учитывая, что масштабный инвестиционный проект эмитента по строительству нового терминала был завершен в конце 2009 г. Как сообщили представители компании на прошедшей вчера встрече с инвесторами, в ближайшие три года Аэрофлот не намерен прибегать к новым заимствованиям и будет поддерживать умеренный объем капитальных вложений. Существенное влияние на кредитный профиль компании может оказать предстоящая консолидация авиационных активов Ростехнологий на базе Аэрофлота. В настоящее время Аэрофлот получил данные активы в управление, и о точных сроках консолидации говорить пока преждевременно. По словам представителей Аэрофлота, компания исключает консолидацию на своем балансе проблемных активов. К наиболее значительным кредитным рискам Аэрофлота мы, как и прежде, относим возможную потерю доходов от роялти за пролет иностранных самолетов над российским воздушным пространством, 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 обращающихся рублевых облигаций компании. Опубликованная отчетность не меняет нашего взгляда на рублевые облигации Аэрофлот БО-1,2 (YTM8% к погашению в апреле 2013 г.), которые представляются нам справедливо оцененными на своих текущих уровнях доходностей.

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 Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@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
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Экономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

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

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

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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