

ВЫСОКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НЕСМОТРЯ НА СЕЗОННОЕ СНИЖЕНИЕ В IV КВАРТАЛЕ

Обзор результатов за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО

Высокие результаты по итогам года, несмотря на низкий сезон в IV квартале. Вчера Аэрофлот опубликовал результаты по МСФО за IV квартал и весь 2010 г., которые превзошли ожидания рынка. Выручка в IV квартале снизилась на 11,2% квартал к кварталу до 1,16 млрд долл. на фоне сезонного сокращения пассажирооборота (на 23% квартал к кварталу), что на фоне 9-процентного роста цен на авиатопливо стало причиной трехкратного сокращения EBITDA до 106 млн долл. против 321 млн долл. кварталом ранее. В результате рентабельность по EBITDA за квартал снизилась на 15,5 п.п. до 9,1%. По итогам IV квартала Аэрофлот зафиксировал чистый убыток в размере 28 млн долл. против чистой прибыли на уровне 236 млн долл. кварталом ранее в связи с отрицательным результатом деятельности Нордавиа и численным убытком от продажи старых ТУ-134/154 в размере 16,8 млн долл. Тем не менее результаты за весь 2010 г. выглядят впечатляюще: выручка повысилась на 29,1% до 4,3 млрд долл., EBITDA – на 61,6% до 684 млн долл., чистая прибыль – на 194,4% до 253 млн долл. Залогом положительной динамики показателей по итогам года стало увеличение пассажирооборота на 31%, рост загрузки пассажирских кресел на 7 п.п. до 77,2% и прочие меры, направленные на повышение операционной эффективности. Согласно прогнозу компании, в текущем году пассажирооборот вырастет на 23% от высокой базы (в том числе за счет консолидации активов Ростехнологий), что обеспечит дальнейший рост выручки, в то время как на уровне чистой прибыли мы ожидаем положительного эффекта от деконсолидации «Шереметьево-3» (Терминал D), который в 2010 г. принес компании убыток в размере 63 млн долл.

Комфортный уровень левереджа... По итогам последнего квартала 2010 г. совокупный долг Аэрофлота увеличился на 2,3% до 2,047 млрд долл., тем не менее благодаря росту EBITDA показатель Долг/LTM EBITDA продолжил снижаться и составил 3,0 против 3,2 на конец III квартала, а показатель Чистый долг/LTM EBITDA снизился с 2,2 до 2,0 соответственно. Объем денежных средств на балансе компании на отчетную дату составлял 660 млн долл. и почти в четыре раза превышал величину короткого долга Аэрофлота (166 млн долл.), что свидетельствует об очень высокой ликвидности баланса компании, уровень которой останется комфортным даже после планируемой выплаты дивидендов за 2010 г. в размере 37,9 млн долл. Утвержденные капитальные затраты Аэрофлота в текущем году в объеме 2,59 млрд руб. (около 91 млн долл.) вполне могут быть профинансированы за счет денежных потоков от операционной деятельности.

... в перспективе может продолжить снижаться. Во II полугодии текущего года ожидаются два важных события: консолидация активов Ростехнологий и деконсолидация Терминала D, которые в совокупности, по нашим оценкам, не окажут существенного влияния на величину чистого долга Аэрофлота. Так, вместе с приобретаемыми у Ростехнологий шестью авиаперевозчиками (взамен госкорпорация получит 3,61% акций Аэрофлота) к Аэрофлоту перейдет их суммарный чистый долг в объеме 819 млн долл. (согласно последней информации компании), что практически соответствует сумме, на которую уменьшится долг Аэрофлота за счет деконсолидации долга Терминала D (около 800 млн долл.). Таким образом, в результате двух этих действий чистый долг Аэрофлота практически не изменится, зато EBITDA компании может вырасти за счет увеличения пассажирооборота и потенциальной экономии от масштаба, что приведет к дальнейшему снижению уже достаточно умеренного левереджа.

В бондах компании появляется ликвидность. Необходимо отметить, что в последнее время в рублевых облигациях Аэрофлота начала появляться ликвидность, тогда как в первый год их обращения сделки с бумагами практически отсутствовали. Оба выпуска в настоящее время торгуются с доходностью 6,80–6,83% на 22,8 мес. и со спредом в размере 30–40 б.п. к кривой РЖД, хотя ранее он был близок к нулю. Мы определенно считаем наличие положительного спреда между бондами госкомпаний оправданным, хотя бы ввиду существенной разницы в масштабах бизнеса, однако в случае дальнейшего расширения спреда мы рекомендуем переключиваться из бумаг РЖД в облигации Аэрофлота.

Устойчивый финансовый профиль

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, млн долл.

МСФО	2008	2009	6 мес. 10	9 мес. 10	2010	Изм. за год, %
Выручка	4 603	3 346	1 854	3 160	4 319	29,1
ЕБИТДА	489	423	257	578	684	61,6
Чистая прибыль	24	86	18	281	253	194,4
Чистый опер. ден. поток	473	229	423	580	739	222,8
Капитальные затраты	(475)	(383)	(64)	(98)	(130)	(66,0)
Свободный денежный поток	(2)	(154)	360	482	609	-
						Изм. за кв., %
Совокупный долг	1 275	1 712	2 015	2 002	2 047	2,3
Краткосрочный долг	223	268	190	184	166	(9,5)
Денежные средства	147	121	607	632	660	4,5
Чистый долг	1 128	1 591	1 408	1 370	1 387	1,2
Собственный капитал	937	1 006	900	1 142	1 155	1,2
Активы	3 350	4 021	4 464	4 594	4 526	(1,5)
<i>Коэффициенты</i>						
Норма ЕБИТДА, %	10,6	12,6	13,9	18,3	15,8	
ЕБИТДА/Проц.расх.	8,9	10,3	2,1	5,6	4,9	
Долг/ЕБИТДА*	2,6	4,0	3,9	3,2	3,0	
Чистый долг/ЕБИТДА*	2,3	3,8	2,7	2,2	2,0	
Долг/Собственный капитал	1,4	1,7	2,2	1,8	1,8	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* ЕБИТДА рассчитана за последние 12 месяцев

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@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 2011