

РЕЗУЛЬТАТЫ ВЫСОКИЕ, НО ОТЧАСТИ ИЗ-ЗА РАЗОВЫХ СТАТЕЙ

Обзор результатов за 1 п/г по МСФО

Высокие темпы роста доходов при снижении рентабельности.

Вчера Группа Аэрофлот опубликовала достаточно высокие финансовые результаты за 1 п/г 2011 г., которые превзошли ожидания рынка. Выручка Группы увеличилась в отчетном периоде на 26,4% (здесь и далее показатели сравниваются с 1 п/г прошлого года) до 2,3 млрд долл. на фоне роста пассажирооборота на 16% до 20,2 млрд пкм и тарифов. При этом пассажирооборот основной компании группы, ОАО «Аэрофлот», вырос еще более существенно – на 21% до 18,8 млрд пкм. Операционные расходы, 35,8% которых приходится на топливо, увеличились на 33,5% (при этом за год, закончившийся 30 июня 2011 г., топливо подорожало на 43,1%); процент занятости пассажирских кресел по группе сократился на 0,1 п.п. до 74,8% (и на 2,4 п.п. по сравнению с уровнем всего 2010 г.), что стало причиной более медленного прироста EBITDA – +24,4% до 312 млн долл. – и, как следствие, падения рентабельности на 0,2 п.п. до 13,3%.

Многokратное увеличение чистой прибыли во многом обусловлено разовыми доходами. Чистая прибыль Группы выросла в 21,5 раза до 377 млн долл., однако столь впечатляющий результат во многом обусловлен положительным эффектом в размере 200,4 млн долл. от продажи ряда дочерних компаний (в том числе 100% убыточной Нордавиа, 100% СК Москва, 31% ТЗК Шереметьево и 50% Дейт), а также доходом от курсовых разниц на сумму 97,4 млн долл. Скорректированная на эти величины чистая прибыль Группы составляет 79 млн долл., что, тем не менее, в 4,5 раза выше, чем показатель годичной давности. Однако результаты 2 п/г с большой вероятностью будут гораздо слабее: рубль с начала июля подешевел, что обуславливает отрицательную переоценку статей баланса; кроме того, до конца года планируется консолидация активов Ростехнологий, ряд из которых убыточен.

Долговая нагрузка снизилась до умеренной... По итогам 1 п/г совокупный долг Группы увеличился на 5,6% до 2,2 млрд долл., тем не менее благодаря росту EBITDA показатель Долг/LTM EBITDA продолжил снижаться и составил 2,9 против 3,0 на начало года, а показатель Чистый долг/LTM EBITDA за счет значительного денежного потока от операционной деятельности снизился с 2,0 до 1,7 соответственно. Объем денежных средств на балансе на отчетную дату составлял 876 млн долл. и почти в четыре раза превышал величину короткого долга Аэрофлота (227 млн долл.), что свидетельствует об очень высокой ликвидности баланса компании. При этом в отчетном периоде Группа профинансировала примерно половину (42,2 млн долл. без учета предоплаты по договорам лизинга) из запланированных на 2011 г. капитальных затрат.

Обращающиеся выпуски Аэрофлота

Выпуск	Купон, %	Оф./Пог.	Валюта	Доходн., %
Аэрофлот БО-01	7,75	08.04.2013	RUB	8,48
Аэрофлот БО-02	7,75	08.04.2013	RUB	8,48

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Результаты очень высокие, но второе полугодие обещает быть слабее

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	6 мес. 10	6 мес. 11	Изм. за год, %
Выручка	1 854	2 344	26,4
ЕБИТДА	250	312	24,4
Чистая прибыль	18	377	2 053,1
Чистый опер. ден. поток	423	599	41,4
Капитальные затраты	(70)	(376)	437,9
Свободный денежный поток	353	223	(37)
			Изм. за п/г, %
Совокупный долг	2 015	2 163	5,6
Краткосрочный долг	190	227	36,3
Денежные средства	607	876	32,7
Чистый долг	1 408	1 287	(7,2)
Собственный капитал	900	1 530	32,5
Активы	4 464	5 347	18,1
Коэффициенты			
Норма EBITDA, %	13,5	13,3	
EBITDA/Проц.расх.	2,1	5,0	
Долг/EBITDA	3,9	2,9	
Чистый долг/EBITDA	2,7	1,7	
Долг/Собственный капитал	2,2	1,4	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

... и в перспективе может продолжить снижаться. Компания подтвердила, что во 2 п/г планируется консолидация активов Ростехнологий и деконсолидация Терминала D. В части влияния на величину чистого долга эти действия уравновешивают друг друга. Так, вместе с приобретаемыми у Ростехнологий шестью авиаперевозчиками (взамен госкорпорация получит 3,55% акций Аэрофлота) к Аэрофлоту перейдет их суммарный чистый долг в объеме порядка 800 млн долл. (согласно последней информации компании), что практически соответствует сумме, на которую уменьшится долг Аэрофлота за счет деконсолидации долга Терминала D. Таким образом, в результате чистый долг Аэрофлота почти 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.

Очень высокие результаты, но второе полугодие обещает быть слабее

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	2008	2009	6 мес. 10	9 мес. 10	2010	6 мес. 11	Изм. за год, %
Выручка	4 603	3 346	1 854	3 160	4 319	2 344	26,4
EBITDA	489	423	250	578	684	312	24,4
Чистая прибыль	24	86	18	281	253	377	2 053,1
Чистый опер. ден. поток	473	229	423	580	739	599	41,4
Капитальные затраты	(475)	(383)	(70)	(98)	(130)	(376)	437,9
Свободный денежный поток	(2)	(154)	353	482	609	223	(37)
							Изм. за п/г, %
Совокупный долг	1 275	1 712	2 015	2 002	2 047	2 163	5,6
Краткосрочный долг	223	268	190	184	166	227	36,3
Денежные средства	147	121	607	632	660	876	32,7
Чистый долг	1 128	1 591	1 408	1 370	1 387	1 287	(7,2)
Собственный капитал	937	1 006	900	1 142	1 155	1 530	32,5
Активы	3 350	4 021	4 464	4 594	4 526	5 347	18,1
<i>Коэффициенты</i>							
Норма EBITDA, %	10,6	12,6	13,5	18,3	15,8	13,3	
EBITDA/Проц.расх.	8,9	10,3	2,1	5,6	4,9	5,0	
Долг/EBITDA	2,6	4,0	3,9	3,2	3,0	2,9	
Чистый долг/EBITDA	2,3	3,8	2,7	2,2	2,0	1,7	
Долг/Собственный капитал	1,4	1,7	2,2	1,8	1,8	1,4	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Несмотря на падение котировок, спред к ОФЗ остается узким. Начавшаяся было появляться летом ликвидность в облигациях Аэрофлота с падением рынков вновь исчезла. На настоящий момент выпуски котируются с доходностью 8,5% против 6,55% на конец июля, что предполагает спред к кривой ОФЗ порядка 100 б.п. На наш взгляд, это узкий спред – рынке можно найти более привлекательные (и ликвидные) варианты по соотношению риск/доходность, в частности облигации Вымпелкома.

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

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
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

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
Наталия 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

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
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. 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