

ОЖИДАЕМОЕ УХУДШЕНИЕ, ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ В ОТНОШЕНИИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НЫНЕШНЕГО ГОДА СОХРАНЯЕТСЯ

Отчетность за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО

Сезонное снижение рентабельности в 4 кв. Вчера Группа «Аэрофлот» опубликовала финансовые показатели по МСФО за 4 кв. и весь 2011 г., которые оказались примерно на уровне ожиданий рынка. За январь–декабрь выручка Группы увеличилась на 24,5% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 5,4 млрд долл. на фоне роста пассажирооборота на 20,8% до 42,0 млрд пкм и повышения тарифов. Операционные расходы, 36,7% которых составляют топливные издержки, возросли на 35,9%, что стало причиной снижения как EBITDA (на 8,9% до 646 млн долл.), так и рентабельности (на 4,4 п.п. до 12,0%). Показатель занятости пассажирских кресел снизился на 0,1 п.п. до 77,0%. При этом в 4 кв. EBITDA была отрицательной (минус 7 млн долл.), что является следствием как сезонного фактора, так и консолидации активов Ростехнологий.

Чистая прибыль оказалась под влиянием разовых статей. В 4 кв. чистая прибыль Группа составила 107,6 млн долл. (против 6,9 млн долл. кварталом ранее). В показателе отчетного периода нашли отражение разовые доходы от деконсолидации ОАО «Терминал» (224,7 млн долл.), а также убыток присоединенных авиакомпаний (67 млн долл.). За 2011 г. чистая прибыль компании составила 491,3 млн долл. (+94,0%), однако эта цифра также обусловлена положительным эффектом от продажи ряда дочерних компаний в 1 п/г 2011 г. на общую сумму 200,4 млн долл. Скорректированная на курсовые разницы и разовые доходы чистая прибыль по итогам снизилась на 33% и оказалась на уровне лишь 181,1 млн долл. Денежный поток от операционной деятельности в 4 кв. вновь оказался отрицательным (минус 139,9 млн долл.), что объясняется низким сезоном для авиаперевозок, а также операционным убытком присоединенных компаний.

Долговая нагрузка растет за счет снижения рентабельности, абсолютный уровень долга остается без изменений. В 4 кв. совокупный долг компании практически не изменился, оказавшись на уровне 2,3 млрд долл., однако за счет снижения EBITDA (Аэрофлот оценивает убыток присоединенных компаний на уровне EBITDA в размере 37 млн долл.) отношение Долг/EBITDA увеличилось до 3,5 против 2,9 на конец 3 кв. За счет сокращения денежных средств на балансе коэффициент Чистый долг/ EBITDA вырос с 2,2 до 2,9, что является уже не столь комфортным уровнем. Доля краткосрочного долга в совокупных обязательствах компании выросла с 11,7% до 25,6% (в основном за счет обязательств активов Ростехнологий), в связи с чем в текущем году Аэрофлот намерен рефинансировать данные обязательства. Утвержденные капитальные затраты на 2012г. составляют порядка 100 млн долл. (помимо лизинговых платежей за эксплуатируемый флот); традиционно компания покрывала их за счет собственных средств.

Обращающиеся выпуски

AFLTRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Аэрофлот БО-1	6 000 R	7,75	8 апр 13	7,74
Аэрофлот БО-2	6 000 R	7,75	8 апр 13	7,73

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Снижение рентабельности и рост левереджа

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	2010	2011	Изм. за год, %
Выручка	4 319	5 378	24,5
EBITDA	709	646	(8,9)
Чистая прибыль	253	491	94,0
Чистый опер. ден. поток	739	374	(49,4)
Капитальные затраты	(203)	(606)	199,2
Свобод. ден. поток	537	(232)	(143,2)
			2011 / 9 мес. 11, %
Совокупный долг	2 047	2 266	2,4
Краткосрочный долг	166	581	123,9
Денежные средства	660	393	(27,9)
Чистый долг	1 387	1 873	12,4
Собственный капитал	1 155	1 488	13,0
Активы	4 526	5 336	11,0
Коэффициенты			
Рентаб. EBITDA, %	16,4	12,0	
EBITDA/Проц.расх.	5,1	2,8	
Долг/EBITDA	2,9	3,5	
Чистый долг/EBITDA	2,0	2,9	
Долг/Собств. капитал	1,8	1,5	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Присоединенные компании могут стать прибыльными на операционном уровне уже в этом году. Главный негативный фактор – присоединение к ВТО. Результаты авиакомпаний Ростехнологий были консолидированы лишь за последние полтора месяца года, то есть в низкий сезон для авиаперевозчиков, что и стало причиной довольно значительного убытка. При оптимистическом сценарии Аэрофлот рассчитывает добиться их операционной прибыльности уже в этом году – за счет реализации мер по оптимизации издержек, а именно снижения затрат на топливо после перевода авиакомпаний в Шереметьево, а также реструктуризации их обязательств по финансовому лизингу. Также необходимо отметить сохраняющееся давление со стороны таких факторов, как скорая отмена роялти с вступлением России в ВТО, введение налога на выбросы углекислого газа в ЕС, а также растущих цен на топливо и расходов на персонал. В связи с этим мы не ожидаем существенного восстановления маржи по итогам 2012 года, что, даже при отсутствии новых заимствований, не позволит компании заметно снижать долговую нагрузку.

Снижение рентабельности и рост левереджа

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	6 мес. 10	9 мес. 10	2010	6 мес. 11	9 мес. 11	2011	Изм. за год, %
Выручка	1 854	3 160	4 319	2 344	3 919	5 378	24,5
ЕБИТДА	250	578	709	312	653	646	(8,9)
Чистая прибыль	18	281	253	377	384	491	94,0
Чистый опер. ден. поток	423	580	739	599	514	374	(49,4)
Капитальные затраты	(70)	(164)	(203)	(376)	(474)	(606)	199,2
Свободный денежный поток	353	416	537	223	40	(232)	(143,2)
							2011 / 9 мес. 11, %
Совокупный долг	2 015	2 002	2 047	2 163	2 212	2 266	2,4
Краткосрочный долг	190	184	166	227	260	581	123,9
Денежные средства	607	632	660	876	545	393	(27,9)
Чистый долг	1 408	1 370	1 387	1 287	1 667	1 873	12,4
Собственный капитал	900	1 142	1 155	1 530	1 317	1 488	13,0
Активы	4 464	4 594	4 526	5 347	4 809	5 336	11,0
<i>Коэффициенты</i>							
Рентабельность ЕБИТДА, %	13,5	18,3	16,4	13,3	16,7	12,0	
ЕБИТДА/Проц.расходы	2,1	5,6	5,1	5,0	3,5	2,8	
Долг/ЕБИТДА	3,9	3,2	2,9	2,9	2,9	3,5	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,7	2,2	2,0	1,7	2,2	2,9	
Долг/Собственный капитал	2,2	1,8	1,8	1,4	1,7	1,5	

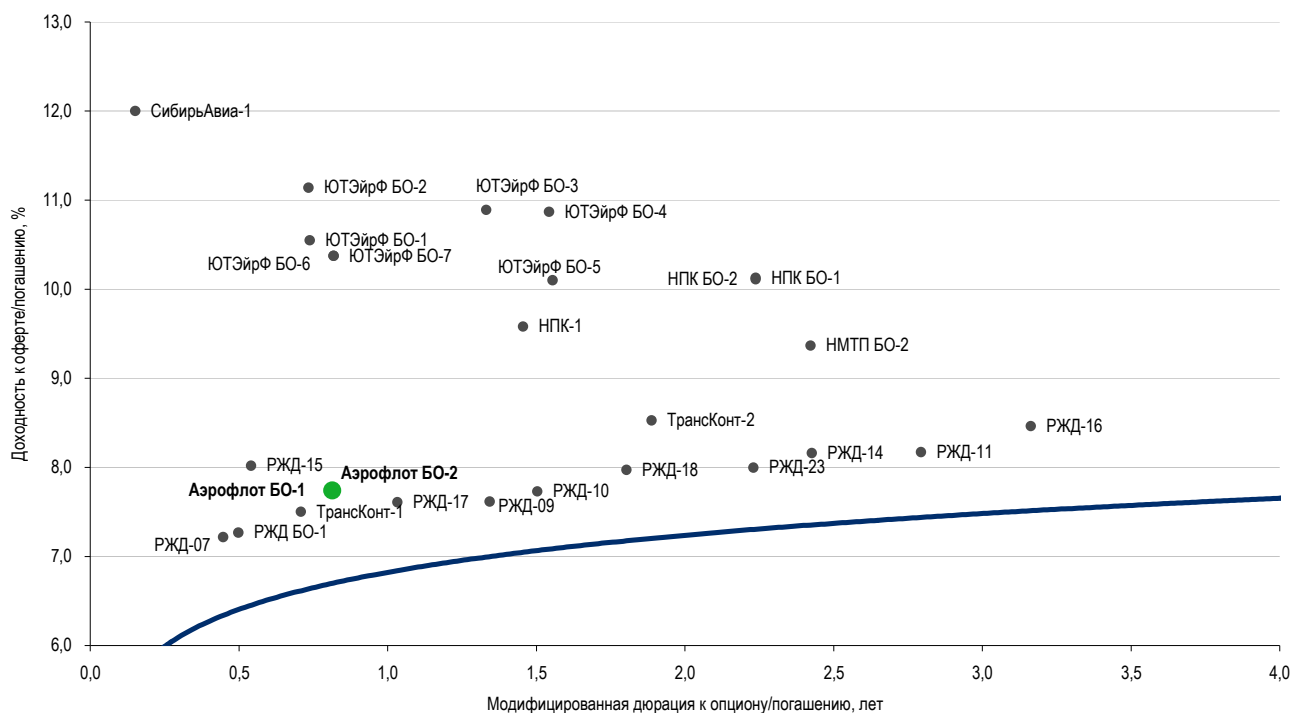
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации Аэрофлота котируются с узким спредом к кривой ОФЗ. Мы считаем опубликованные результаты нейтральными для находящихся в обращении рублевых облигаций Аэрофлота, которые в последние месяцы практически неликвидны. В настоящее время выпуски котируются с доходностью 7,75%, что предполагает спред к кривой ОФЗ порядка 90 б.п. На данных уровнях мы не считаем выпуски привлекательными.

См. карту доходностей на следующей странице.

Бонды Аэрофлота неликвидны и котируются с узким спредом к ОФЗ

Облигации транспортных компаний по состоянию на 17 мая 2012 г.



Источники: ММВБ-РТС, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

21 декабря 2011 г. Аэрофлот – Сезонное улучшение показателей, в перспективе – высокая неопределенность. Обзор результатов за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111221_FI_Aeroflot%209M11.pdf?docid=12161&lang=ru

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@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

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
Алексей Андреев, andreevae@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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012