

СОКРАЩЕНИЕ УБЫТКА ПРИСОЕДИНЕННЫХ КОМПАНИЙ СПОСОБСТВОВАЛО ПОВЫШЕНИЮ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Отчетность за 9 мес. 2012 г. по МСФО

Высокие темпы роста выручки сохраняются. В пятницу Группа Аэрофлот опубликовала финансовые показатели по МСФО за 9 мес. 2012 г., которые оказались заметно лучше по сравнению с отчетностью за 1 п/г. В январе–сентябре выручка Группы увеличилась на 53,6% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 6,0 млрд долл. на фоне роста пассажирооборота на 69% до 56,2 млрд пкм и снижения тарифов. Операционные расходы возросли на 61,9%, прежде всего за счет увеличения издержек, связанных с интеграцией бывших активов Ростехнологий. По словам руководства Аэрофлота, большая часть данных расходов уже профинансирована, и в дальнейшем темпы роста издержек компании, предположительно, будут ниже. EBITDA осталась на уровне прошлого года и составила 655 млн долл., что предполагает снижение рентабельности по EBITDA до 10,9% с 16,7% годом ранее.

Результат присоединенных компаний в 3 кв. вышел в положительную зону. В то же время 3 кв. стал для компании достаточно успешным как благодаря сезонности, так и на фоне прогресса в перестройке деятельности присоединенных компаний. Благодаря успешной стратегии, реализуемой в отношении авиакомпании «Россия», которая в туристический сезон обслуживает большое количество чартерных рейсов, Аэрофлоту удалось снизить чистый убыток всех интегрированных компаний до 90 млн долл. за девять месяцев против 112 млн долл. в 1 п/г. Как следствие, в 3 кв. рентабельность EBITDA составила уже 17,0%, что сопоставимо с уровнями, предшествующими консолидации. Тем не менее остальные четыре авиакомпании (помимо «России») остаются убыточными, и в этой связи давление на результаты Группы сохраняется. За 9 мес. 2012 г. компания получила чистую прибыль 296 млн долл. (-22,8% год к году), из которых 289 млн долл. – в 3 кв. Негативная динамика показателя обусловлена высокими разовыми доходами от деконсолидации ряда активов в 1 п/г 2011 г. на сумму 201 млн долл. Операционный денежный поток составил 631 млн долл. за январь–сентябрь и 50 млн долл. за июль–сентябрь, что покрывает инвестиционные затраты компании в соответствующих периодах.

Долговая нагрузка стабильна, сложностей с обслуживанием долга не ожидается. Совокупный долг компании в 3 кв. увеличился на 348,8 млн долл. (+16,5%) за счет новых долгосрочных обязательств по финансовому лизингу. Тем не менее повышение рентабельности и приток денежных средств от операционной деятельности позволили компании сохранить показатель Чистый долг/EBITDA на уровне 2,8. Доля краткосрочного долга, более половины которого представлено облигациями с погашением в апреле следующего года, составляет порядка 32%. Принимая во внимание подушку ликвидности в размере 597 млн долл., способность компании генерировать высокие денежные потоки, а также ее тесные связи с банками, мы считаем, что Аэрофлот не столкнется с трудностями при погашении облигаций. На данный момент компания не сообщала о планах вновь выйти на первичный рынок.

Обращающиеся выпуски

AFLTRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Аэрофлот БО-1	60 00R	7.75	8 апр 13	7.59
Аэрофлот БО-2	60 00R	7.75	8 апр 13	7.80

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Высокие темпы роста выручки, левередж стабилен

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	2011	9 мес.12	Изм. за год, %
Выручка	5378	6 021	53,6
EBITDA	646	655	0,3
Чистая прибыль	491	296	(22,8)
Чистый опер. ден. поток	374	631	22,7
Капитальные затраты	(606)	(19)	(95,9)
Свобод. ден. поток	(232)	612	1 436,7
		9 мес.12 / 6 мес.12, %	
Совокупный долг	2266	2 465	16,5
Краткосрочный долг	581	785	11,1
Денежные средства	393	597	8,6
Чистый долг	1873	1 868	19,2
Собственный капитал	1488	1 722	29,1
Активы	5336	6 071	10,3
Коэффициенты			
Рентаб. по EBITDA, %	12,0	10,9	
EBITDA / Проц. расходы	2,8	7,0	
Долг / EBITDA	3,5	3,8	
Чистый долг / EBITDA	2,9	2,9	
Долг / Собств. капитал	1,5	1,4	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Консолидированные активы по-прежнему оказывают давление на рентабельность, однако позитивные тенденции налицо

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота, МСФО, млн долл.

	9 мес.10	2010	1 п/г 11	9 мес. 11	2011	1 п/г 12	9 мес.12	Изм. за год, %
Выручка	3 160	4 319	2 344	3 919	5 378	3 614	6 021	53,6
ЕБИТДА	578	709	331	653	646	247	655	0,3
Чистая прибыль	281	253	377	384	491	7	296	(22,8)
Чистый операц. ден. поток	580	739	599	514	374	582	631	22,7
Капитальные затраты	(164)	(203)	(376)	(474)	(606)	(115)	(19)	(95,9)
Свободный денежный поток	416	537	223	40	(232)	466	612	1 436,7
								9 мес.12 / 6 мес.12, %
Совокупный долг	2 002	2 047	2 163	2 212	2 266	2 117	2 465	16,5
<i>Краткосрочный долг</i>	184	166	227	260	581	706	785	11,1
<i>Денежные средства</i>	632	660	876	545	393	550	597	8,6
Чистый долг	1 370	1 387	1 287	1 667	1 873	1 567	1 868	19,2
Собственный капитал	1 142	1 155	1 530	1 317	1 488	1 333	1 722	29,1
Активы	4 594	4 526	5 347	4 809	5 336	5 504	6 071	10,3
<i>Коэффициенты</i>								
Рентабельность по ЕБИТДА, %	18,3	16,4	13,3	16,7	12,0	6,8	10,9	
ЕБИТДА / Процентные расходы	5,6	5,1	5,0	3,5	2,8	3,8	7,0	
Долг / ЕБИТДА	3,2	2,9	2,9	2,9	3,5	3,8	3,8	
Чистый долг / ЕБИТДА	2,2	2,0	1,7	2,2	2,9	2,8	2,9	
Долг / Собственный капитал	1,8	1,8	1,4	1,7	1,5	1,6	1,4	

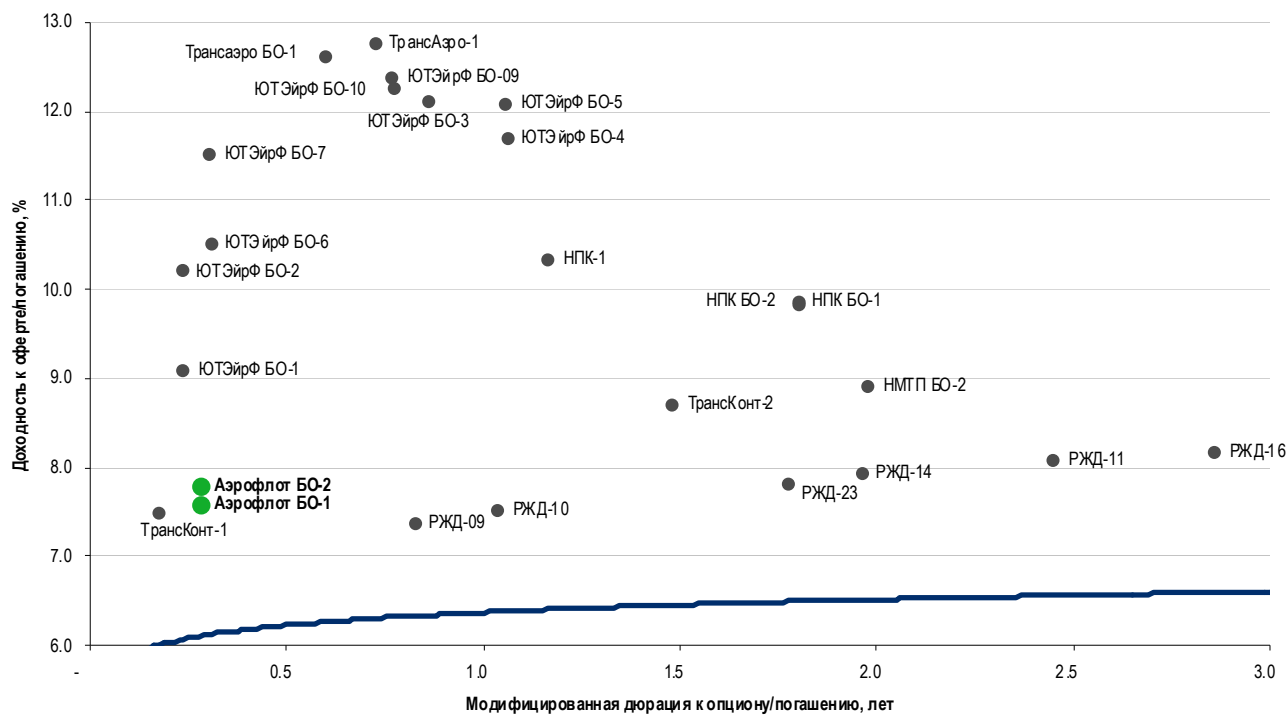
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации можно рассматривать как инвестицию до погашения. Мы считаем опубликованные результаты нейтральными для находящихся в обращении рублевых облигаций Аэрофлота. В настоящее время выпуски котируются с доходностью 7,6–7,8% на 3,6 месяца, что предполагает спред к кривой ОФЗ порядка 150–170 б.п. Спекулятивный потенциал в бондах компании отсутствует ввиду их короткой дюрации и низкой ликвидности, однако на данных уровнях их можно рассматривать как инвестицию до погашения.

См. карту доходностей на следующей странице.

Неплохая доходность до погашения

Облигации компаний транспортного сектора по состоянию на 21 декабря 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Сентябрь 6, 2012 г. Аэрофлот – Показатели слабые, но в рамках ожиданий. Отчетность за 1 п/г 2012 г. по МСФО.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120906_FI_Aeroflot_1H12%20IFRS.pdf?docid=13600&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

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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

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