

Аэрофлот(ВВ+): комментарий к размещению

Аналитик: Ольга Николаева; e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

В четверг, 8 апреля, закрывается книга заявок на участие в аукционе по размещению биржевых облигаций Аэрофлота первой и второй серий. Инвесторам предлагаются бумаги общим объемом 12 млрд. руб. со сроком погашения через 3 года. Оферта не предусмотрена. Непосредственно размещение состоится 12 апреля. Ожидается, что вырученные средства пойдут на рефинансирование кредита Сбербанка, привлеченного для выкупа собственных акций у Национального резервного банка.

Описание компании

Группа компаний Аэрофлот является крупнейшим российским авиаперевозчиком, с 29.9% долей рынка международных и 19.2% внутренних пассажирских перевозок в 2009 г. (Источник: Транспортно-клиринговая палата). Всего в 2009 г. компанией было перевезено 11.1 млн. чел. (-4.6% к 2008 г.). Воздушный флот представлен 166 авиалайнерами, преимущественно находящимися в операционном лизинге. В ноябре 2009 г. был введен в эксплуатацию новый терминал Шереметьево D, который должен стать опорным для авиакомпании. На текущий момент доля собственности Аэрофлота в терминале 52.82%. В дальнейшем, по ожиданиям менеджмента, она может опуститься ниже контрольной, что исключит компанию-собственника терминала из периметра консолидации группы.

Крупнейшим акционером Аэрофлота является Правительство РФ с долей 51.1%, еще 11.8% принадлежит ЦБ РФ. Free-float, по оценкам, составляет около 6%. Кроме того, Аэрофлот в настоящее время находится в стадии выкупа 25.8% собственных акций у НРБ. Для этих целей был привлечен краткосрочный кредит от Сбербанка объемом 13.5 млрд. руб. Однако до текущего времени закрыта покупка лишь 6.3% акций. Оставшаяся часть сделки так и не успела произойти и недавно не получила одобрения у НРК, основного акционера НРБ. Согласно стратегии, выработанной Минтрансом, выкуп акций производится с целью их дальнейшего обмена на акции шести авиакомпаний, переданных Ростехнологиям. Совокупный пассажиропоток данных авиакомпаний оценивается в 6.7 млн. чел. в год. В то же время, на встрече, посвященной размещению облигаций, менеджмент Аэрофлота заявил, что компания может отказаться от выкупа всех авиационных активов, если по итогам проверки посчитает их качество недопустимым. Таким образом, окончательная структура сделки пока не определена.

Финансовый профиль

Согласно консолидированной отчетности по МСФО за январь-сентябрь 2009 г., выручка Аэрофлота по сравнению с 9М2008 г. снизилась более чем на треть до 2.46 млрд. долл. Причиной столь существенного падения стало уменьшение пассажиропотока на фоне общего замедления экономики. Тем не менее, согласно презентационным материалам, уже с октября 2009 г. компания отмечает рост числа перевезенных пассажиров относительно показателя предыдущего года. Благодаря эффективной политике по сокращению издержек, а также обновлению парка воздушных судов, компании удалось заметно улучшить рентабельность (ЕБИТDA margin 16.4% по итогам 9М2009 г. против 10.8% в 2008г.). В результате, Аэрофлот стал второй в мире авиакомпанией, закончившей кризисный 2009 г. с чистой прибылью.

Долговая нагрузка Аэрофлота в последнее время демонстрирует заметный рост, что обусловлено затратами на строительство терминала Шереметьево D, а также офисного комплекса компании. В итоге соотношение Чистый Долг/ЕБИТDA годовая по итогам 9М2009 г. достигло 2.7 х. Кроме того, как уже отмечалось, в начале 2010 г. компания привлекла кредит от Сбербанка.

Таким образом, объем финансового долга (без учета обязательств по лизингу и отложенных платежей по таможенным пошлинам) по состоянию на начало марта 2010 г. достиг 1.43 млрд. долл. (909 млн. долл. за 9М2009 г.). Тем не менее, в дальнейшем Аэрофлот ожидает снижения долговой нагрузки. Планируемый CAPEX компании с 2010 г. не должен превышать 30-40 млн. долл., что связано со спецификой приобретения основных средств (большая часть самолетов в лизинге), а также окончанием строительства. Дополнительное снижение долга (837 млн. долл.) может произойти в случае деконсолидации ООО «Терминал» (собственник Шереметьево D), стратегия развития которого сейчас разрабатывается.

Сильные и слабые стороны

В качестве наиболее сильной стороны кредитного профиля компании можно выделить государственную поддержку, проявляющуюся как в доступности кредитных ресурсов, так и в льготных ставках таможенных пошлин и транзитных платежах. К другим достоинствам Аэрофлота мы относим его лидирующее положение в отрасли, современный парк воздушных судов, а также наличие собственного базового аэропортового комплекса.

Из основных слабостей кредитного профиля авиакомпании мы обращаем внимание на неопределенность в отношении сделки по выкупу акций у НРБ и их дальнейшему обмену на активы Ростехнологий, риск резкого роста себестоимости перевозок вследствие изменения цен на авиационное топливо, большие расходы на содержание инфраструктуры аэропорта, а также умеренно высокий уровень долговой нагрузки.

Позиционирование займа

Ориентиры организаторов займа на трехлетние бонды Аэрофлота составляют 8-8.75% по ставке купона. К сожалению, компании авиационного сектора имеют противоречивую репутацию на рынке рублевых долговых обязательств. В то же время, несмотря на все риски, присущие данной отрасли, мы отмечаем достаточно крепкие фундаментальные характеристики Аэрофлота, дополнительно подтверждаемые недавно присвоенным ему кредитным рейтингом (BB+ от Fitch). Таким образом, сравнение компании с другими авиаперевозчиками, на текущий момент представленными на рынке, выглядит не вполне корректно. Для определения справедливой доходности, на наш взгляд, лучше всего взглянуть на выпуск Трансконтейнера (YTM 7.88%), имеющий схожую дюрацию, рейтинг и набор фундаментальных характеристик. В то же время Трансконтейнер отличается более низким уровнем долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА 1.3X в 2009 г.), а также более стабильная структура себестоимости. Как следствие, выпуск Аэрофлота должен обоснованно предлагать небольшую премию к бумагам Трансконтейнера, что вполне укладывается в маркетируемый диапазон даже по нижней границе.

Ключевые финансовые показатели ОАО Аэрофлот, МСФО

USD млн.	2007 г.	2008 г.	9М2009 г.
Выручка	3 808	4 614	2 462
ЕБИТДА	723	498	403
Чистая прибыль	313	37	170
Финансовый долг (с учетом обязательств по фин. аренде)*	1 250	1 413	1 596
Чистый долг	1 159	1 266	1 469
Собственный капитал	1 185	998	1 107
Активы	3 398	3 350	3 823
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	18.9%	10.8%	16.4%
Рентабельность по чистой прибыли (%)	8.2%	0.8%	6.9%
Финансовый долг/ЕБИТДА annualized (x)	1.7	2.8	3.0
Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.6	2.5	2.7
ЕБИТДА/проценты	13.6	9.1	11.8
Финансовый долг /Собственный капитал (x)	0.9	1.3	1.2

Источник: данные Аэрофлота, оценка МДМ Банка

* - с учетом отложенных платежей по таможенным пошлинам



Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

Константин Рогов
Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг

Виниченко Илья
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

Продажи долговых инструментов

Линаида Еремина +7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая +7 495 960 22 56
Дарья Грищенко +7 495 363 27 44
Роберто Пеццименти +7 495 787 94 52

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Торговля и продажи на рынке акций

Хусаинов Альберт Albert.Khusainov@mdmbank.com
Ромодин Максим Maxim.Romodina@mdmbank.com
Семенов Артур Artur.Semenov@mdmbank.com
Ворожейкина Анастасия Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

Операции РЕПО

Денис Анохин Denis.Anokhin@mdmbank.com
Илья Ненайденко Ilya.Nenaidenko@mdmbank.com

Операции с векселями

Ларин Андрей Andrey.Larin@mdmbank.com

Брокерское обслуживание

Ильина Анна Anna.Ilina@mdmbank.com
Бердин Игорь Igor.Berdin@mdmbank.com

Аналитическое управление

Михаил Зак Mikhail.Zak@mdmbank.com
Ольга Николаева Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Дмитрий Конторщиков Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com

Начальник аналитического управления +7 495 795 2521 доб. 2410
Анализ рынка облигаций
Анализ рынка акций

Редакторская группа

Михаил Ременников Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.