

Пульс рынка

- ▶ **Противостояние мерам экономии в еврозоне усиливается.** Итоги саммита G8, в центре внимания которого был европейский кризис, свидетельствуют о низкой популярности мер бюджетных ограничений, продвигаемых Германией, и смещении акцента на стимулирование экономического роста, поддерживаемого Францией и Италией. В ответ на начавшееся бегство вкладчиков из банков еврозоны было предложено использовать фонды ESM (500 млрд евро) для прямого вливания в капитал банков. Напомним, что сейчас эти средства могут быть представлены в виде займов только правительствам стран еврозоны, которые затем могут направить их для докапитализации локальных банков. Вновь прозвучала идея о совместных еврообондах еврозоны и начале масштабных интервенций ЕЦБ на рынке суверенного долга, что привело к отскоку евро с 1,266 до 1,277 долл. По поводу Греции ничего конкретного озвучено не было: пока нет средств/механизма для обеспечения ее безболезненного выхода из еврозоны. Возможно, большая определенность появится на неформальном саммите еврозоны на этой неделе. На рынке суверенного долга произошла консолидация на ранее достигнутых уровнях: доходности 10-летних бондов Испании и Италии составили YTM 6,27 и 5,8%, соответственно.
- ▶ **Китай может перейти к стимулированию внутреннего рынка.** Заявление премьера Госсовета КНР, что экономический рост и его поддержка будут иметь большее значение для властей, означает смену курса в сторону стимулирования внутреннего рынка. Мы уже отмечали, что последние макроданные свидетельствуют о высокой вероятности жесткой посадки Китая при снижении спроса в Европе и США. Поэтому стимулирование внутреннего потребления - позитивный сигнал для рынков. На фоне отсутствия нового негатива из Европы это стало катализатором фиксации прибыли по коротким позициям: за прошлую неделю S&P 500 просел на 3,2%, RTSI - на 8%. Сегодня доходности 10-летних UST выросли на 3 б.п. до YTM 1,75%. На наш взгляд, сейчас рост рискованных активов выглядит скорее как техническая коррекция. Игра на понижение может возобновиться при отсутствии подвижек в греческом вопросе и запуска количественного смягчения.
- ▶ **Не исключена небольшая временная коррекция курса рубля.** Возобновление роста цен на нефть вкупе с некоторой нормализацией новостного фона из Европы привели лишь к символическому укреплению рубля на открытии сегодняшних торгов - до 35,02 руб., причем к обеду рубль торгуется уже на уровне закрытия пятницы (35,07 руб.). На этой неделе продажи валюты экспортерами усилятся, в т.ч. и ввиду подорожавшего доллара. Игра против рубля на фоне бегства от риска пересиливает, что увеличивает вероятность падения российской валюты по мере ослабления участия экспортеров.
- ▶ **Ситуация с ликвидностью накаляется перед налогами.** Поступление госсредств и завершение периода усреднения позволили банкам сократить задолженность перед ЦБ (с 1,6 трлн руб. до 1,2 трлн руб.). Остатки на корсчетах и депозитах упали с 1 трлн руб. до 0,7 трлн руб. Такого объема средств, по нашим оценкам, недостаточно, чтобы пройти предстоящие на этой неделе платежи (треть НДС за 1 кв. ~ 150 млрд руб. (21 мая), НДСПИ и акцизы ~ 260 млрд руб. суммарно (до 25 мая)) без дополнительного РЕПО с ЦБ. По нашим расчетам, встречный приток из бюджета хотя и ослабляет давление на ставки, но покрывает лишь половину выплат. К началу этой недели короткие ставки ожидаемо поднялись на 20-30 б.п. до 6-6,2% и обладают, как мы полагаем, потенциалом роста на этой неделе еще на 40-50 б.п.
- ▶ **Купоны по еврообондам не будут облагаться налогом.** Комитет по бюджету и налогам Госдумы в пятницу одобрил ко второму чтению новую редакцию поправок, согласно которым купонные выплаты по еврообондам исключены из общего порядка налогообложения дохода иностранных организаций. Кроме того, поправки вступают в силу задним числом (с 2007 г.), что защищает от претензий налоговых проверок с 2010 г. Таким образом, спор по вопросу обложения налогами купонных платежей (возникший в связи с тем, что SPV, от имени которых производится выпуск бондов, не является конечным получателем процентных платежей) разрешился в самом позитивном ключе.

Темы выпуска

- ▶ **Аэрофлот: эффект от изменения корпоративной структуры пока не ясен**

Аэрофлот: эффект от изменения корпоративной структуры пока не ясен

Слабые результаты за 4 кв. и 2011 г. в целом

Аэрофлот (Fitch: BB+), крупнейший российский авиаперевозчик, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и в целом за 2011 г., которые выглядят хуже, чем годом ранее из-за роста операционных расходов (цен на авиатопливо и расходов на персонал), а также корпоративных событий: покупки авиаактивов Ростехнологий в традиционно слабом для отрасли 4 кв. и деконсолидации ОАО "Терминал". Напомним, что 15 ноября 2011 г. была завершена сделка по передаче контрольного пакета авиационных активов, принадлежащих Ростехнологиям: Авиакомпания "Россия", Владивосток Авиа, Саратовские авиалинии, Сахалинские авиатрассы и Оренбургские авиалинии. Первый эффект от изменений в структуре группы, включая потенциальную синергию от присоединения новых авиакомпаний, можно будет оценить лишь по итогам 1П 2012 г.

Ключевые финансовые показатели Группы Аэрофлот

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	1 459	1 576	-7%	5 378	4 319	+24%
EBITDAR	112	411	-3,7x	1 024	1 047	-2%
Рентабельность по EBITDAR	7,7%	26,1%	-18,4 п.п.	19,0%	24,2%	-5,2 п.п.
EBITDA	-7	322	-	646	709	-9%
Рентабельность по EBITDA	отриц.	20,4%	-	12,0%	16,4%	-4,4 п.п.
Чистая прибыль	108	7	+15,4x	491	253	+94%
Чистая рентабельность	7,4%	0,4%	+7 п.п.	9,1%	5,9%	+3,2 п.п.
Операционный поток				374	739	-2,0x
Инвестиционный поток, в т.ч.				-434	-193	+2,2x
Капвложения				-128	-117	+9%
Финансовый поток				-189	14	-
в млн долл., если не указано иное		31 дек. 2011		30 сент. 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		2 266		2 212		+2%
Краткосрочный долг		581		260		+2,2x
Долгосрочный долг		1 685		1 953		-14%
Чистый долг		1 871		1 669		+12%
Чистый долг/EBITDA LTM*		2,9x		2,3x		-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка за 2011 г. выросла на 24,5% г./г. за счет увеличения объемов перевозок и тарифов

За 2011 г. выручка группы увеличилась на 24% г./г. до 5,4 млрд долл. благодаря основному сегменту - регулярных пассажирских перевозок (+23%). В большей степени это было обусловлено ростом перевозок и в меньшей - повышением тарифов. Наибольший прирост выручки был зафиксирован по международным рейсам в Европу (+333 млн долл.) и Азию (+212 млн долл.).

Позитивно повлияли на консолидированную выручку начало продаж в зонах duty-free в терминалах D и F дочерней компании AirFirst, а также рост выручки ОАО "Терминал", которое, однако, было деконсолидировано в конце 2011 г. При этом выручка в сегменте грузоперевозок в 2011 г. снизилась на 3% г./г., составив 278 млн долл.

Консолидация авиакомпаний Ростехнологий окажет поддержку выручке в 2012 г.

Консолидация авиакомпаний Ростехнологий с 15 ноября 2011 г. еще не нашла полного отражения в выручке группы, но, согласно операционным результатам за 1 кв. 2012 г., можно предположить, что они окажут поддержку этому показателю. Так, пассажирооборот группы увеличился на 56% г./г. в абсолютном выражении и на 18% г./г. (по проформе). Коэффициент загрузки кресел остался на уровне прошлого года - 74,6%.

Планы по увеличению пассажиропотока до 70 млн чел. к 2015 г.

Компания планирует увеличение пассажиропотока с 22 млн чел. в настоящее время до 70 млн чел. к 2015 г. (при росте доли транзитного потока вдвое до 60%) за счет расширения емкости аэропорта Шереметьево путем строительства новой полосы, либо приобретения оптимизирующего пассажиропотоки программного обеспечения, а также за счет строительства подъездной инфраструктуры и увеличения числа телетрапов. В случае если данные проекты реализованы не будут, пассажиропоток возрастет, по оценкам компании, лишь до 25 млн чел.

Снижение EBITDA на уровне ключевого актива: -3% г./г.

Важно отметить, что снижение EBITDA произошло уже на уровне ключевого актива - ОАО "Аэрофлот", на 3% г./г. (-20 млн долл.) за счет роста расходов на авиатопливо из-за повышения цен на керосин и количества перевозок. Компания отмечает сложившийся дефицит керосина на рынке, который ожидается и в будущем, предполагая, что этот фактор будет продолжать оказывать давление на рентабельность и в дальнейшем. Лишь 4% всего объема поставок топлива заехдживровано с помощью опционов (zero-cost collar), и увеличение этой доли пока не планируется. По данным менеджмента, с апреля 2012 г. Аэрофлот начал использовать формульное ценообразование при закупках топлива и зафиксировал цену в контрактах с ТНК-ВР, Газпромнефть-Аэро и РН-Аэро до конца года, привязав ее к среднемесячным котировкам авиатоплива в Северо-Западной Европе. Аэрофлоту удалось договориться о достаточно привлекательной ценовой формуле, что может быть связано с ожидаемым увеличением выпуска авиатоплива в 2012 г.

Также заметное давление на рентабельность в 2011 г. оказал рост затрат на персонал в связи с единовременным увеличением зарплат пилотов (18 млн долл., по данным менеджмента). Также в связи с присоединением/ выбытием активов чистое увеличение численности персонала составило 6,5 тыс. чел., или +23%. В 2012 г. менеджмент ожидает снижения операционных расходов присоединенных активов на 25-30% за счет 1) сокращения персонала ввиду упразднения ряда управленческих и прочих функций, и 2) включения закупок этих компаний в общие тендерные закупки Аэрофлота.

Совокупный EBITDA снизился на 9% г./г.

EBITDA группы за 2011 г. снизилась на 9% г./г. до 646 млн долл. Наибольший негативный эффект на EBITDA оказало присоединение авиаактивов Ростехнологий, которые показали убыток -37 млн долл. за 1,5 мес. с момента консолидации, что совпало с "низким" сезоном. Также пока убыточным остается и AirFirst (-3,4 млн долл.) из-за высоких арендных платежей, однако группа прогнозирует получение операционной прибыли по компании уже в этом году. При этом поддержку совокупному EBITDA оказал деконсолидированный в декабре ОАО "Терминал".

Никаких изменений после решения о вступлении России в ВТО пока нет

Пока в связи с принятием решения о вступлении России в ВТО никаких изменений в регулировании деятельности компании не произошло. Все текущие условия, в том числе получение Аэрофлотом "роялти" за пролеты иностранных авиакомпаний над Сибирью, остаются в силе. Согласно заявлениям менеджмента, в протоколах ВТО не содержится никаких указаний об отмене роялти. Однако мы достаточно осторожно относимся к этим заявлениям, поскольку ранее официальными представителями России после окончательных переговоров по ВТО говорилось об отмене "роялти".

Общий долг/EBITDA - 3,5x, чистый долг/EBITDA - 2,9x

По состоянию на конец 2011 г. общий долг Аэрофлота составлял 2,3 млрд долл., практически не изменившись за 4 кв. в абсолютном выражении. Однако его структура изменилась кардинально. В связи с выбытием ОАО "Терминал" долг сократился на 877 млн долл., однако консолидация авиакомпаний Ростехнологий привела к увеличению долга на 841 млн долл., из них большая часть (590 млн долл.) - обязательства по финансовому лизингу и лишь 243 млн долл. - кредиты и займы. Таким образом, доля финансового лизинга в совокупном долге Аэрофлота увеличилась с 38% до 66%.

Облигации Аэрофлота
неинтересны

Компания планирует наращивать авиапарк через операционный лизинг и сокращать финансовый лизинг из-за существенного удорожания данного инструмента: ставки, по данным компании, выросли с 1% до 2%, комиссия за рассмотрение экспортным агентством - с 4,75% до 10,44%, в то время как ставки по операционному лизингу снижаются ввиду конкуренции на этом рынке. В планах Аэрофлота на 2012 г. предусмотрено увеличение парка на 21 ВС, (в 2011 г. - 16 ВС без учета приобретения авиаактивов Ростехнологий).

На фоне сохранения размера долга на прежнем уровне в 4 кв. 2011 г. увеличение показателей Общий долг/ЕБИТДА с 3,1х до 3,5х и Чистый долг/ЕБИТДА с 2,3х до 2,9х было обусловлено преимущественно слабой динамикой операционной прибыли. Также необходимо отметить, что накопленные денежные средства компании за 4 кв. сократились на 267 млн долл., на что существенное влияние оказали предоплаты по лизингу - 478 млн долл.

В обращении находятся два выпуска биржевых облигаций эмитента - Аэрофлот, БО-01,02 на 12 млрд руб. с погашением в апреле 2013 г. На текущих уровнях доходности (YTM 7,70-7,90%) мы не видим торговых идей в бумагах компании.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.