

Пульс рынка

- ▶ **Временный позитив привел к закрытию коротких позиций.** Отсутствие нового негатива из Европы на фоне позитивной макростатистики по США (строительство новых домов оказалось лучше ожиданий) и по Германии (индекс делового климата вместо ожидавшегося снижения продемонстрировал рост) стало катализатором закрытия коротких позиций в рискованных активах. Также ослаблению медвежьих настроений способствовало снижение доходностей суверенных долгов еврозоны, в частности, доходность 10-летних бумаг Италии опустилась до YTM 6,6%. Испания разместила векселя с погашением в июне 2012 г. в объеме 5,6 млрд евро, при этом спрос на бумаги превысил предложение в 4,1 раза, а доходность составила YTM 2,4%, что заметно ниже уровня YTM 5,2%, сформированного на аукционе 22 ноября. На наш взгляд, позитивная динамика рынка носит краткосрочный характер, поскольку с 1 января в США могут повыситься ставки отчислений в социальные фонды с 4,2% до 6,2% (республиканцы заблокировали пролонгацию налоговой ставки на льготном уровне и сохранение выплат некоторым категориям безработных). Также негатив привносит ЕЦБ, который пока не озвучил свою политику по стабилизации доходностей бондов даже тех стран, которые активно продвигаются в вопросе осуществления экономических реформ и готовы к вступлению в фискальный союз.
- ▶ **Своевременное восстановление нефти.** После недолгого топтания в диапазоне 103-104 долл./барр. вчера котировки нефти Brent выросли на 4% до 108 долл./барр. вслед за глобальным повышением аппетита к риску. Кроме этого, снижению стоимости бивалютной корзины (на 50 копеек до 36,05 руб.) способствуют высокие ставки по валютным свопам (более 6%), которые не оправдывают удержание спекулятивных длинных позиций по валютной корзине на длительное время.
- ▶ **Ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ давит на облигации.** Рынок облигаций вчера находился под давлением обострения дефицита рублевой ликвидности (ставки о/п междилерского РЕПО поднялись до 7% годовых), которое было вызвано неожиданным сокращением всех лимитов ЦБ на аукционах прямого РЕПО, что привело к увеличению задолженности по РЕПО с фиксированной ставкой (6,5% годовых) на 25 млрд руб. На наш взгляд, эти действия ЦБ РФ, по сути, являются мерой по ужесточению денежно-кредитной политики, которое может быть направлено на сдерживание роста кредитования банков, отстающего от прироста депозитов. Кстати говоря, АСВ ожидает замедления темпа роста вкладов физлиц с 20% в 2011 г. до 16-18% в следующем году. Мы не исключаем, что своими действиями регулятор переориентирует банки на операции РЕПО с более длинными сроками исполнения (например, 91 день). См. подробнее в теме "Политика ЦБ приведет к росту доходностей бондов".

Темы выпуска

- ▶ Политика ЦБ приведет к росту доходностей бондов
 - ▶ Макростатистика ноября: рост пошел на убыль
 - ▶ Транснефть: улучшение рентабельности за счет индексации тарифов
 - ▶ Аэрофлот: топливо сжигает прибыль от увеличения перевозок
-

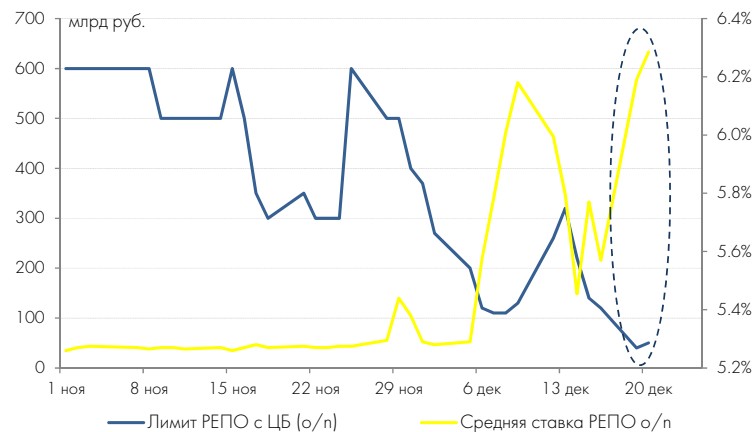
Политика ЦБ приведет к росту доходностей облигаций

ЦБ ограничил лимиты РЕПО

Как мы неоднократно отмечали в последних обзорах, недавно ЦБ изменил политику рефинансирования, значительно ограничив лимиты по краткосрочным сделкам РЕПО, что оборачивается резким ростом ставок как по самим операциям РЕПО, так и на рынке МБК. Напомним, что сужение лимитов, которое началось 7 декабря 2011 г., сначала касалось только однодневных сделок. Но вчера регулятор сильно урезал лимиты и по недельным операциям, что говорит о решительности ЦБ в отношении переориентации банков с короткого на более долгосрочное, и, что важно, гораздо более дорогое фондирование.

В последние 2 недели ставки по однодневным операциям РЕПО поднялись до 6,1-6,49% против в среднем 5,3% ранее, по недельным - до 5,56% против 5,28%, что обусловлено исключительно сокращением соответствующих лимитов. Причины такого поведения со стороны ЦБ в период пика спроса на ликвидность не до конца очевидны. Отметим, что на текущую неделю приходится основная масса изымающих ликвидность платежей (возврат Минфину депозитов, крупные налоги НДС и НДСПИ). Кроме того, в связи с ростом бивалютной корзины усиливаются интервенции ЦБ.

Динамика лимитов и средних ставок по 1-дневному РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Это вряд ли связано с инфляционными рисками...

Мы считаем, что ограничение лимитов РЕПО едва ли связано с желанием сдерживать инфляционное давление со стороны поступающего в конце месяца потока бюджетных средств. Во-первых, ожидаемый нами чистый приток ликвидности в декабре будет, как минимум вдвое меньше, чем в прошлом году и будет частично абсорбирован усилившимися на фоне слабеющего рубля интервенциями ЦБ. Во-вторых, бюджетные поступления пойдут бы сейчас на сокращение задолженности перед ЦБ и Минфином (которая в 2 раза выше ликвидных активов банков), но не создали бы навеса ликвидности.

...и борьбой с обесценением рубля

Мы также не склонны полагать, что такое ужесточение политики ЦБ направлено исключительно на противодействие падению рубля. С одной стороны, в августе-сентябре 2011 г. мы наблюдали и более сильное ослабление российской валюты, с другой, влияние сужения рублевой ликвидности и роста ставок на динамику курса рубля, по нашим оценкам, сильно растянуто во времени, и сам эффект невелик, что делает такой инструмент малоэффективным для достижения подобных целей.

Мы полагаем, что ЦБ стремится минимизировать дисбалансы банковской системы, что ограничит рост кредитования

Это приведет к повышению доходностей облигаций за счет расширения спредов над ставками РЕПО

Более вероятной причиной происходящего, на наш взгляд, является стремление ЦБ минимизировать риски, связанные с формированием дисбалансов в банковской системе, когда долгосрочные активы покрываются слишком коротким фондированием. Как мы отмечали ранее, опережающий рост кредитования на фоне сужения ресурсной базы банков уже привел к формированию "перекосов" в банковской системе. Сокращение объемов краткосрочного РЕПО побудит банки привлекать деньги на более длительные сроки, к примеру, не на один день или неделю, а на три месяца и по более высокой ставке. Таким образом, ЦБ может ограничить ускоряющийся рост кредитования, финансирование которого по мере сокращения темпов роста депозитов, смещалось к короткому РЕПО с ЦБ.

Нельзя не отметить, что сужение лимитов коротких операций РЕПО с последующим ростом ставок денежного рынка по сути является ужесточением монетарной политики, что в условиях падающих темпов экономического роста и сохраняющегося дефицита ликвидности в банковской системе настораживает.

Следует отметить, что смещение РЕПО в более долгие сроки негативно еще и потому, что означает временную "блокировку" ценных бумаг, являющихся обеспечением по этим сделкам, от возможности их продажи на вторичном рынке. Снижение ликвидности как вторичного рынка, так и торговых портфелей банков вкупе с нестабильностью на внешних рынках, увеличит рыночный риск операций с облигациями. Опасаясь убытков от негативной переоценки на балансах (по "замороженным" в РЕПО бумагам), банки могут предпочесть вместо длинного РЕПО продажу облигаций.

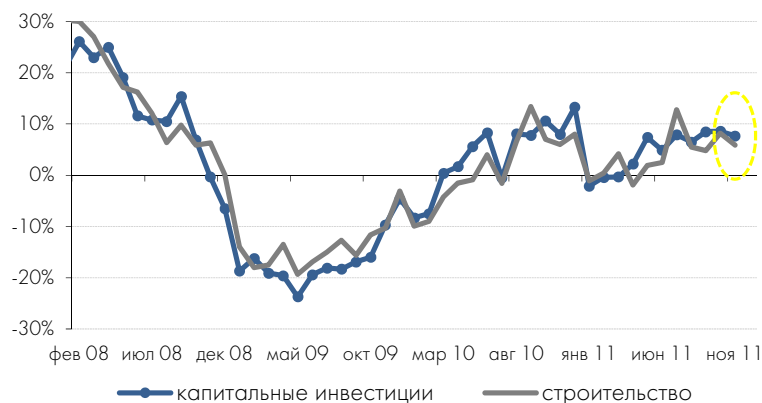
Таким образом, изменение политики ЦБ приведет к значительному повышению доходностей облигаций за счет расширения спредов над ставками РЕПО, в которые будет заложена 91-дневная, а не 1-дневная, как сейчас, волатильность изменения рыночных ставок/доходностей. В этой связи на первичном рынке возможно увеличение популярности облигаций со ставкой купона, привязанной к фиксированной ставке РЕПО с ЦБ.

Макростатистика ноября: рост пошел на убыль

Ухудшение внешнего фона пока слабо сказалось на динамике внутреннего спроса

Во вторник Росстат опубликовал информацию о социально-экономических показателях России за ноябрь 2011 г. Несмотря на повышение внешнеэкономических рисков, в целом динамика реальных макроиндикаторов страны остается сильной и превосходит наши ожидания: некоторое снижение инвестиционной активности компенсируется по-прежнему опережающим ростом потребительского спроса.

Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.)

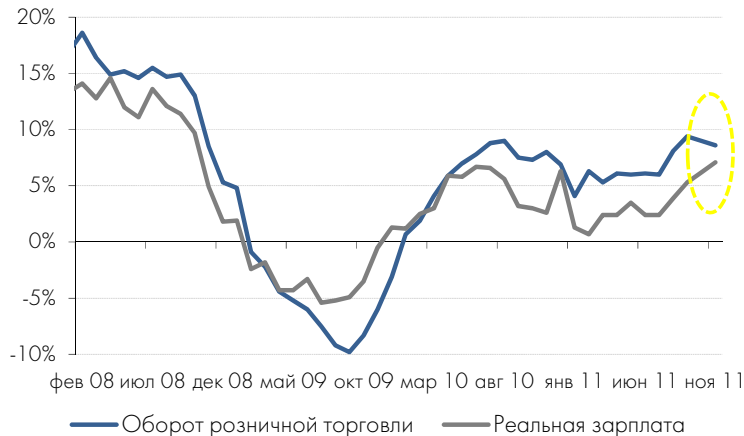


Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Потребительская активность избежала замедления роста лишь благодаря сильным показателям реальных зарплат и розничного кредитования

Хорошие результаты ноября, прежде всего, связаны с ускорением роста заработных плат, как в номинальном, так и реальном выражении за счет снижения инфляции, а также улучшение на рынке труда, где безработица сократилась с 6,4% до 6,3%. Вместе с сохранением высоких темпов роста кредитования позитивная динамика заработных плат позволяет избежать существенного замедления розничного товарооборота, которое может последовать за удорожанием кредитов и по мере исчерпания эффекта посткризисного всплеска розничной активности. Наблюдаемые сейчас темпы роста оборота розничной торговли (8,6% г./г. против 7,9% за 3 кв. 2011 г.) пока не отражают ослабление внутреннего спроса.

Динамика розничной торговли и реальных заработных плат (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Инвестиции и промышленность быстрее реагируют на внешние шоки

Пожалуй, единственным неприятным сюрпризом в ноябре стали разочаровывающие данные по промышленности и довольно слабые результаты по инвестициям в основной капитал, которые традиционно в конце года только нарастают за счет активизации госрасходов. Ухудшение показателей промышленности, прежде всего, коснулось металлургии, добычи, химической продукции и выпуска транспортных средств, что отчасти может быть связано с опасениями относительно падения спроса на экспортно-ориентированную продукцию, а также сокращением ее предложения вслед за снижением мировых цен, к примеру, на металлы.

Кроме того, на замедлении темпов роста инвестиций и выпуска товаров уже начинает сказываться сокращение доступа к фондированию и его удорожание вследствие ухудшения внешнеэкономической ситуации. Основной вклад в сокращение темпов роста инвестиций в ноябре (до 7,7% г./г. против 8,6% г./г. месяцем ранее и консенсус-прогноза в 8,9%) внесло заметное ослабление показателей в строительстве (5,9% г./г. против 8,2% г./г. в октябре).

Благодаря сезонным эффектам показатели декабря останутся высокими, но уже в 1 кв. 2012 следует ожидать замедления роста российской экономики

Основным выводом из новых данных является то, что инвестиции и промышленность уже ощутили на себе последствия развития европейского кризиса, сопряженных с оттоком капитала и ростом стоимости заемных средств, в то время как замедление активности потребительского сектора, поддерживаемого за счет сбережений и кредитования, пока не прослеживается и, скорее всего, может проявиться несколько позднее. Декабрь еще может продемонстрировать как высокие показатели инвестиций (преимущественно, за счет статистического эффекта отражения закрытия крупных проектов), так и отразить предновогодний всплеск потребительской активности. Однако в последующие месяцы следует ожидать уже заметного замедления роста экономики вследствие ослабления роста внутреннего спроса под воздействием ограниченности и удорожания заемных ресурсов, с одной стороны, и замедления роста заработных плат, роста стоимости кредитов для населения и ослабления рубля, с другой.

Транснефть: улучшение рентабельности за счет индексации тарифов

Вчера Транснефть (BBB-/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем, в целом, положительно. Низкая маржинальность операций по перепродаже нефти в Китай по ВСТО продолжает оказывать давление на общую рентабельность по EBITDA компании, которая, тем не менее, остается на высоком уровне 51,5% (-0,4 п.п. к 3 кв. 2010 г. и +0,7 п.п. ко 2 кв. 2011 г.). Чистый долг компании за 3 кв. 2011 г. вырос на 23%, но долговая нагрузка в относительном выражении остается приемлемой: Чистый долг/EBITDA - 1,58x (на начало квартала - 1,36x).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка	148 681	113 609	+31%	148 681	147 297	+1%
ЕБИТДА	76 523	58 988	+30%	76 523	74 790	+2%
Рентабельность по EBITDA	51,5%	51,9%	-0,4 п.п.	51,5%	50,8%	+0,7 п.п.
Операционная прибыль	57 672	42 081	+37%	57 672	55 517	+4%
Операционная рентабельность	38,8%	37,0%	+1,8 п.п.	38,8%	37,7%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	24 953	32 844	-24%	24 953	45 054	-45%
Чистая рентабельность	16,8%	28,9%	-12,1 п.п.	16,8%	30,6%	-13,8 п.п.
	9М 2011	9М 2010				
Операционный поток	109 235	137 943	-21%			
Инвестиционный поток, в т.ч.	-256 264	-172 973	+48%			
Капвложения	-166 133	-160 982	+3%			
Финансовый поток	-1 308	-1 636	-20%			
в млн руб., если не указано иное		30 сент. 2011		30 июня 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		600 276		551 245		+9%
Краткосрочный долг		52 493		52 663		0%
Долгосрочный долг		547 783		498 582		+10%
Чистый долг		462 253		374 714		+23%
Чистый долг/EBITDA LTM*		1,58x		1,36x		-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Индексация тарифов и поставки в Китай обеспечили рост выручки г./г.

Рост выручки в 3 кв. 2011 г. на 31% г./г. был обеспечен повышением тарифов на транспортировку нефти (в среднем, на 13%), а также поставками нефти в Китай по ВСТО (с января 2011 г.). При этом общие объемы прокачиваемой нефти и нефтепродуктов остались практически на тех же уровнях, что и годом ранее (120 млн т нефти и 8 млн т нефтепродуктов).

Напомним, что "китайская" схема предусматривает покупку компанией нефти у Роснефти с последующей продажей китайской CNPC. В марте этого года стало известно о разногласиях по поводу цены между российской и китайской сторонами. В октябре, по заявлениям вице-преьера РФ И. Сечина, этот вопрос был урегулирован, однако детали достигнутых договоренностей раскрыты не были.

Маржа продажи нефти в Китай выросла за счет повышения тарифов, но все еще оказывает давление на общую рентабельность

Реализация этого контракта привела к увеличению операционных расходов Транснефти, в частности, себестоимость продажи приобретенной нефти в 3 кв. 2011 г. составила свыше 18 млрд руб. против 1,7 млрд руб. годом ранее. Валовая маржа по этим поставкам в 3 кв. 2011 г. хоть и остается низкой, но увеличилась до 2,7% с 1,2% в предыдущем квартале, что может объясняться, среди прочего, повышением тарифов на прокачку по ВСТО с 1 сентября на 3,03%.

Поддержку рентабельности по EBITDA в 3 кв. 2011 г. оказало снижение расходов на оплату труда и социальных расходов (которые частично компенсировали повышение страховых взносов в 2011 г.), а также сокращение затрат на электроэнергию и материалы.

Мы отмечаем, что, согласно решению ФСТ, с 1 ноября тариф на прокачку нефти и диспетчеризацию был поднят на 5%, тариф на транспортировку нефти по ВСТО - на 0,96%. Также с 1 января 2012 г. утверждено повышение тарифов на перекачку нефтепродуктов в среднем на 6,2%. Однако мы не исключаем, что перенос ввода второй очереди БТС-2 на 1 кв. 2012 г., а также потенциальное снижение цены на нефть, поставляемую в Китай, могут оказать давление на рентабельность в 4 кв. 2011 г. - 1 кв. 2012 г.

Снижение чистой прибыли обусловлено ослаблением рубля

Слабая динамика чистой прибыли в 3 кв. 2011 г. обусловлена ослаблением рубля к доллару и евро, что привело к чистому убытку от курсовых разниц в размере 20,6 млрд руб. против 273 млн руб. годом ранее.

Инвестиции были частично профинансированы из накопленных денежных средств

Операционный поток компании за 9М 2011 г. составил 109 млрд руб., и его было недостаточно для финансирования капложений в размере 166 млрд руб., для чего были использованы накопленные на балансе денежные средства. Также они были израсходованы на покупку дисконтных векселей (чистый отток - 94 млрд руб.), выдачу займа (5,7 млрд руб.) и выплату дивидендов (1,2 млрд руб.). В результате, подушка ликвидности компании снизилась с начала года на 145,6 млрд руб.

Более половины долга - облигации со сроком погашения после 2014 г.

Совокупный долг компании на 30 сентября 2011 г. составил свыше 600 млрд руб., из них более половины приходится на облигации, в частности, на рублевые выпуски - 135 млрд руб., на евробонды - 3,45 млрд долл. и 700 млн евро (~223 млрд руб.). Здесь стоит отметить, что в течение года компании предстоит погасить 52,5 млрд руб. краткосрочного долга, основная часть которого представлена евробондами: в июне 2012 г. погашаются выпуски на 500 млн долл. и 700 млн евро, большая же часть публичного долга гасится после 2014 г. Существенная доля долгосрочной задолженности приходится на 20-летний кредит, который Транснефть привлекла у Банка развития Китая на сумму 10 млрд долл. в 2009 г. (остаток на отчетную дату не раскрывается).

Чистый долг/EBITDA повысился до 1,58х, дальнейший рост долговой нагрузки не исключаем

В связи со снижением накопленных денежных средств и переоценкой валютных обязательств, чистый долг компании за 3 кв. 2011 г. вырос на 23%, а его отношение к LTM EBITDA, по нашим оценкам, - до 1,58х с 1,36х на начало квартала.

За 9М 2011 г. компания реализовала 70% запланированных на весь год капложений (ВСТО-2, расширение ВСТО-1, БТС-2, Заполярье-Пурпе, Тихорецк-Туапсе-2), при этом в последнем квартале предстоит инвестировать еще около 74 млрд руб., что, на наш взгляд, не должно привести к росту долговой нагрузки. Тем не менее, компанией разработана программа на период до 2017 г. по модернизации и ремонту объектов трубопроводного транспорта. На ее реализацию планируется направлять 70-80 млрд руб. ежегодно, для чего компания может привлечь новый долг, в том числе выпустить долговые ценные бумаги. Общий объем зарегистрированных выпусков биржевых облигаций Транснефти составляет 119 млрд руб.

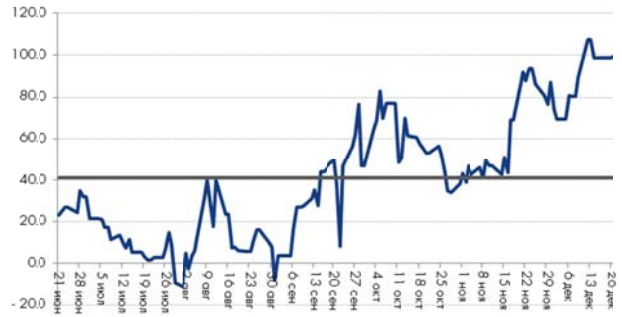
Рекомендуем покупать Gazprom 14 с продажей TransNef 14

В результате коррекции на рынке евробондов, произошедшей в начале сентября, бумаги Транснефти полностью восстановили утраченные позиции в отличие от бондов Газпрома. Спреды бондов Газпрома к кривой Транснефти остаются вблизи своих максимальных значений, в частности, спреда Gazprom 18 - TransNef 18 и Gazprom 14 - TransNef 14 находятся на уровне 100 б.п., что на 50-60 б.п. выше их средних значений за последние полгода. Мы рекомендуем покупать Gazprom 14 (8,125%) с продажей TransNef 14 (5,67%), что несет положительную маржу carry-trade (~250 б.п.).

Спред Gazprom 14 - TransNeft 14



Спред Gazprom 18 - TransNeft 18



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Аэрофлот: топливо сжигает прибыль от увеличения перевозок

Мы оцениваем результаты Аэрофлота за 9М 2011 г. нейтрально

Аэрофлот (Fitch: BB+), крупнейший российский авиаперевозчик, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 9М 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Несмотря на рост выручки за 9М 2011 г. на 24% до 3,9 млрд долл., увеличение показателя EBITDAR составило всего 3% из-за опережающей динамики затрат на топливо. Общий долг Аэрофлота в абсолютном выражении с начала года вырос на 8%, составив 2,2 млрд долл., а отношение Чистый долг/LTM EBITDA - 2,3х, в сравнении с 2,1х на конец 2010 г. Несмотря на улучшение операционных показателей, доля рынка Аэрофлота за 9М 2011 г. снизилась на 1 п.п. до 23,8% из-за продажи и деконсолидации Нордавиа в июне этого года.

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	1 576	1 306	+21%	3 919	3 160	+24%
EBITDAR	411	451	-9%	912	888	+3%
Рентабельность по EBITDAR	26,1%	34,5%	-8,4 п.п.	23,3%	28,1%	-4,8 п.п.
EBITDA	322	367	-12%	653	641	+2%
Рентабельность по EBITDA	20,4%	28,1%	-7,7 п.п.	16,7%	20,3%	-3,6 п.п.
Чистая прибыль	7	263	-37,6х	384	281	+37%
Чистая рентабельность	0,4%	20,1%	-19,7 п.п.	9,8%	8,9%	+0,9 п.п.
Операционный поток				514	580	-11%
Инвестиционный поток				-388	-143	+2,7х
Финансовый поток				-215	74	-
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				2 212	2 047	+8%
Краткосрочный долг				260	166	+57%
Долгосрочный долг				1 953	1 881	+4%
Чистый долг				1 669	1 486	+12%
Чистый долг/EBITDA LTM*				2,3х	2,1х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

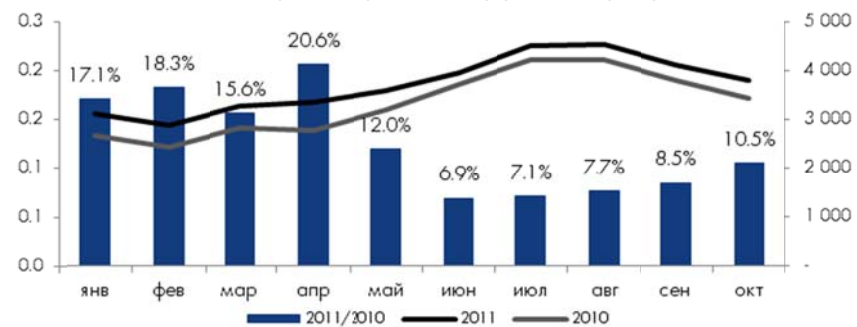
Выручка за 9М 2011 г. выросла на 24% г./г. ...

За 9М 2011 г. выручка Аэрофлота увеличилась на 24% г./г. до 3,9 млрд долл. (+21% в 3 кв. г./г.), в основном благодаря пассажирскому сегменту (за 9М 2011 г. +21%). Наибольший прирост выручки за 9М 2011 г. был зафиксирован по международным рейсам в Европу (+286 млн долл.) и Азию (+116 млн долл.). Дополнительную поддержку оказало начало продаж в зонах duty-free в терминалах D и F дочерней компании AirFirst, консолидированной в 4 кв. 2010 г. (99,7 млн долл. за 9М 2011 г.). При этом выручка в сегменте грузоперевозок за 9М 2011 г. увеличилась всего на 4%, составив 185 млн долл.

...а пассажирооборот - на 12%

Рост доходов в пассажирском сегменте обусловлен увеличением пассажирооборота на 12% за 9М 2011 г. При этом мы отмечаем, что после сокращения темпов роста в мае и июне с августа этого года наметился восстановительный тренд. Коэффициент загрузки кресел за 9М 2011 г. остался на уровне прошлого года - 77,5%.

Динамика пассажирооборота по группе Аэрофлот (2011 г./2010 г.)



Источник: Аэрофлот

Показатель SLF (self-loaded factor) вырос по всем направлениям, кроме Азии. Компания объясняет это тем, что рассматривает этот регион как один из самых перспективных кластеров роста и в настоящее время значительно увеличивает количество регулярных рейсов в эти страны. За 9М 2011 г. предложенные кресло-километры (ASK), т.е. емкость для перевозки пассажиров, по этому направлению увеличились на 37,1% по сравнению с 9М 2010 г., а - пассажирооборот (RPK) - на 32,2%, что и привело к падению уровня загрузки (SLF) на 3,6%.

EBITDAR увеличилась всего на 3%

EBITDAR за 9М 2011 г. увеличилась на 3% г./г. до 912 млн долл., а рентабельность по EBITDAR снизилась на 4,8 п.п. до 23,3%. Такое сокращение не стало неожиданностью и было связано с ростом доли затрат на топливо по отношению к выручке на 4,3 п.п. В свою очередь, это объясняется как ростом цен на топливо (+35% г./г.) так и небольшим увеличением удельного расхода топлива (+2,9%) из-за наращивания частоты полетов на внутреннем рынке.

Аэрофлот планирует хеджировать цены на топливо

В ходе презентации менеджмент Аэрофлота отметил, что в настоящее время компания законтрактовала весь необходимый объем топлива на 2012 г., при этом цена по этим договорам зафиксирована только на 1 кв. года (около 900 долл./т керосина). В дальнейшем она будет рассчитываться исходя из различных котировок (например, по данным агентства Platts). В ближайшее время на Совет директоров Аэрофлота планируется вынести вопрос о хеджировании около 40-45% всего объема поставок топлива с помощью опционов (zero cost collar).

Расходы на персонал выросли на 32%

Расходы на персонал за 9М 2011 г. выросли на 32% до 631 млн долл., а их доля в выручке увеличилась на 1,1 п.п., что было в основном связано с увеличением пенсионных отчислений и страховых взносов на 53%. После продажи Нордавиа, численность персонала которого на 30.09.2010 г. составляла 1 344 чел., часть сотрудников была переведена в штат Аэрофлота. По этой причине, а также в результате набора новых сотрудников в связи с расширением парка воздушных судов, численность персонала по группе г./г. снизилась всего на 491 чел.

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. Тем не менее, в начале 2012 г. начнет работу специальная международная комиссия, которая может принять ряд изменений. В частности, в числе возможных позитивных для Аэрофлота решений может быть полная отмена пошлин на покупку иностранных самолетов, которые сейчас отменены лишь частично до 2015-2016 гг. Менеджмент компании оценивает положительный эффект от этих изменений на уровне 100 млн долл. в год. Еще одним плюсом может стать возможность принятия в штат иностранных пилотов, что позволит компании сократить дефицит

Общий долг/ЕВITDA на 30.09.2011 г. - 3,1х, чистый долг/ЕВITDA - 2,3х

квалифицированных кадров. Главным негативным моментом, помимо возможной отмены или сокращения роялти, на наш взгляд, является возможность разрешения иностранным авиаперевозчикам осуществлять перелеты на внутренних рейсах в России, что существенно усилит и без того высокую конкуренцию на рынке.

По состоянию на 30.09.2011 г. общий долг Аэрофлота составлял 2,2 млрд долл., увеличившись с начала года на 8%. Показатель Общий долг/ЕВITDA на эту дату составлял 3,1х, а чистый долг/ЕВITDA - 2,3х. Аэрофлот планирует успеть завершить деконсолидацию ОАО "Терминал" (Терминала D аэропорта Шереметьево) до конца года, что должно привести к снижению долга в абсолютном выражении на 855 млн долл. (операционная прибыль ОАО "Терминал" за 9М 2011 г. составила 52 млн долл.). По словам руководства Аэрофлота, все решения по данному вопросу уже приняты, и завершение этого процесса является чисто техническим моментом.

Долг ОАО "Терминал" заменится долгом присоединенных авиакомпаний

В результате деконсолидации Терминала D Общий долг/ЕВITDA должен уменьшиться до 2,2х, а Чистый долг/ЕВITDA - до 1,3х. Однако эффект будет нивелирован появлением к концу года на балансе долга присоединенных в ноябре авиакомпаний, который составляет около 760 млн долл., включая финансовый лизинг.

Аэрофлот консолидировал авиаактивы Ростехнологий в ноябре

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), в обмен на 3,55% казначейских акций ОАО "Аэрофлот". Пассажирооборот этих компаний за 9М 2011 г. составил 16,4 млрд пкм, что составляет около 44% консолидированного показателя Аэрофлота за этот период. При этом совокупная выручка этих компаний по РСБУ за 9М 2011 г. составила около 1,2 млрд долл., а убыток по ЕВITDA - 13 млн долл.

Интеграция этих компаний займет около 3-х лет

Компания планирует на базе всех объединенных авиаперевозчиков оставить одного премиального - Аэрофлот, в то время как Оренбургские авиалинии будут выделены в чартерное направление, а все остальные будут заниматься региональными перевозками и использоваться в качестве фидеров (авиакомпаний, осуществляющих перевозки пассажиров из регионов в аэропорт-хаб, дополняя пассажиропоток основной компании). По оценкам компании, полную интеграцию данных авиакомпаний планируется завершить в течение 3-х лет. В результате оптимизации маршрутной сети, централизации закупок и финансирования, а также оптимизации расходов Аэрофлот планирует увеличить операционный денежный поток на 250-300 млн долл. в год.

Как мы уже писали ранее, в случае, если деконсолидация ОАО "Терминал" не успеет завершиться в декабре, то по состоянию на конец этого года общий долг Аэрофлота приблизится к отметке 3 млрд долл., а Общий долг/ЕВITDA может временно превысить 4,0х. По данным руководства компании, вопрос уже обсужден с Fitch, и вероятность снижения рейтинга в этом случае крайне низка.

Долговая нагрузка Аэрофлота в целом ниже, чем по отрасли

В целом, долговая нагрузка Аэрофлота остается достаточно низкой в сравнении с другими компаниями в отрасли. В частности, показатель Чистый долг/LTM EBITDAR Аэрофлота на 30.09.2011 г. составлял 1,5х, а аналогичный показатель Ютэйра на 30.06.2011 г. - 2,7х.

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 8,05% по последней крупной сделке) мы не видим торговых идей в бумагах компании.

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.