

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): сильный финансовый отчет за 9M13, однако в бумагах компании не видим идей

Вчера национальный авиаперевозчик опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 9M13. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, по итогам 9M13 Аэрофлот увеличил выручку на 16.8% г/г (до 7 033 млн. долл.), при этом доля выручки от авиаперевозок сохранилась на уровне прошлого года (около 89%). Показатель EBITDA продемонстрировал весьма быстрый рост, увеличившись на 72.7% г/г (до 1 131 млн. долл.), в результате рентабельность по EBITDA выросла сразу на 5.2 пп г/г – до 16.1%. Отметим, что динамика финансовых результатов Аэрофлота была обеспечена, в первую очередь, сильными операционными показателями компании. Так, пассажирооборот Аэрофлота (неконсолидированные данные) вырос за 9M13 на 20.1% г/г (до 45.4 млрд. пкм), а занятость пассажирских кресел почти достигла 80%, тогда как показатель за 9M12 находился на уровне около 78.5%. Кроме того, позитивное влияние на рентабельность компании оказали умеренные темпы роста ключевых операционных затрат: расходов на персонал (на 11.7% г/г) и топливо (на 11.4% г/г), а также расходов, связанных с обеспечением полетов и обслуживанием флота (на 15.5% г/г), – что было обеспечено, в том числе, благодаря увеличению топливной эффективности Аэрофлота и улучшению операционных результатов недавно интегрированных дочерних компаний.

Свободный денежный поток Аэрофлота за 9M13 почти удвоился по сравнению с прошлым годом и составил 563 млн. долл. (+89.6% к 9M12). Внушительный рост был обеспечен как увеличением операционных поступлений (чистый операционный денежный поток вырос на 42.9% г/г – до 902 млн. долл.), так и сохранением суммы CAPEX (включая лизинговые платежи) на уровне прошлого года – около 339 млн. долл. (+1.5% к 9M12) или 0.3x EBITDA. Свободный денежный поток компании был частично направлен на погашение кредитов и займов, а также финансирование лизинговых платежей, частично – на пополнение ликвидности, денежные средства и краткосрочные финвложения на конец 3К13 выросли в 1.5 раза по сравнению с началом года и составили 767 млн. долл. Сокращение задолженности по кредитам было нивелировано ростом обязательств по финансовому лизингу (который мы учитываем в составе долга), в результате общий долг на конец 9M13 не сильно изменился по сравнению с началом года, в то же время рост ликвидных активов на балансе привел к снижению чистого долга на 9% к началу года (до 1 898 млн. долл.), что, вкуче с быстрым ростом EBITDA за 9M13 позволило компании заметно улучшить показатели долговой нагрузки Аэрофлота. Так, отношение чистого долга к EBITDA LTM на конец 3К13 снизилось до 1.7x, тогда как еще на начало года оно составляло 3.1x. В целом, нужно отметить, что рост показателя EBITDA за 9M13 привел к достаточно заметному улучшению кредитных метрик компании и усилению ее кредитного профиля.

Единственный обращающийся на рынке биржевой выпуск компании, Аэрофлот БО-01 (YTM 7.95/D 2.28), торгуется сейчас со спрэдом 130-140 бп к ОФЗ, что, в целом, близко к уровням, на которых торгуются бумаги других заемщиков с госучастием и сопоставимыми рейтингами (АЛРОСА, ТрансКонтейнер). На наш взгляд, интересной альтернативой покупке бумаг Аэрофлота являются облигации Вертолетов России (-/Ba2/BB), которые, также обладая господдержкой и имея даже чуть более высокий кредитный рейтинг, торгуются с премией 40-50 бп к Аэрофлот БО-01 на сопоставимой дюреции. В то же время, мы обращаем внимание на то, что Вертолеты России обладают более слабыми кредитными метриками по сравнению с Аэрофлотом (в частности, более высоким уровнем долговой нагрузки).

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота за 9M13 по МСФО

млн. долл.	9M13	9M12	%
Выручка	7 033	6 021	16.8%
доля выручки от авиаперевозок	89.0%	88.2%	0.8 пп
EBITDA	1 131	655	72.7%
Операционная прибыль	850	425	100.0%
Чистая прибыль	545	296	84.1%

млн. долл.	9M13	9M12	%
Рентабельность по EBITDA	16.1%	10.9%	5.2 пп
Операционная рентабельность	12.1%	7.1%	5.0 пп
Чистая рентабельность	7.7%	4.9%	2.8 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 113	629	76.9%
Чистый операцион. ден. поток	902	631	42.9%
CAPEX (вкл. лизинговые платежи)	339	334	1.5%
Свободный денежный поток	563	297	89.6%

млн. долл.	9M13	2012	%
Активы	6 755	6 246	8.1%
в т.ч. ден. ср-ва и кр.финвлож.	767	501	53.1%
Долг*	2 665	2 587	3.0%
доля краткосрочного долга	14.6%	27.5%	-12.9 пп
Чистый долг*	1 898	2 086	-9.0%
Капитал	1 991	1 626	22.4%

CAPEX/EBITDA	0.3x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.3x	3.9x	-
Чистый долг/EBITDA	1.7x	3.1x	-
EBITDA/Процентные платежи	17.1x	8.9x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.6x	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Данные консолидированной отчетности Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей ОАО «Аэрофлот» в 9M13

	9M13	9M12	%
Пассажирооборот, млн. пкм	45 362	37 771	20.1%
Занятость пассажирских кресел	79.7%	78.5%	1.2 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	15 732	13 292	18.4%

Источник: Данные Компании, расчет Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

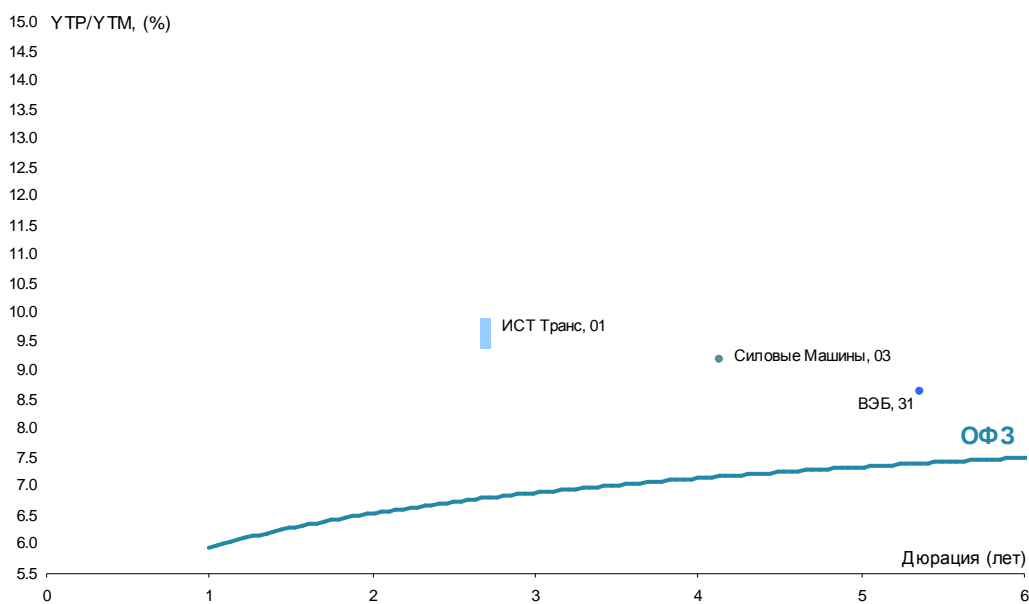
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Внешэкономбанк, 31	BBB / Vaa1 / BBB	да	20 000	8.62	29.11.2013	03.12.2013	нет / 5.36 г.	нет / 7 лет
ОВК Финанс, 01	NR	нет	15 000	1-й купон: 8.70	29.11.2013	04.12.2013	н/д	нет / 3 г.
ИСТ Транс, 01	- / B3 / -	да	5 000	9.31-9.84	17.12.2013	19.12.2013	нет / 2.65 г.	3 г. / 5 лет
Силловые Машины, 03	- / Ba1 / -	да	5 000	не более 9.20	XX.12.2013	XX.12.2013	нет / 4.13 г.	5 лет / 10 лет

Цвета выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Вертолеты России, БО-02	- / Ba2 / BB	да	5 000	1.4 / 100%	8.78-9.10	8.94	28.11.2013	нет / 3.08 г.
ХК Финанс, 01	BBB / Vaa3 / -	да	5 000	н/д / 100%	8.57-8.84	8.57	28.11.2013	нет / 2.70 г.
Газпром, БО-19	BBB / Vaa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.30	1-й купон: 7.30	27.11.2013	н/д
Газпром, БО-20	BBB / Vaa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.30	1-й купон: 7.30	27.11.2013	н/д
РСГ-Финанс, БО-01	B- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	26.11.2013	нет / 2.59 г.
МСП Банк, БО-03	BBB / Vaa2 / -	да	4 000	н/д / 100%	8.42-8.68	8.42	26.11.2013	нет / 2.71 г.
МСП Банк, БО-04	BBB / Vaa2 / -	да	5 000	н/д / 100%	8.42-8.68	8.42	26.11.2013	нет / 2.71 г.
РЖД, 30	BBB / Vaa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	7.74-7.90	7.85	26.11.2013	нет / 2.73 г.
ЮниКредит Банк, БО-10	BBB / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	8.16-8.42	8.26	26.11.2013	нет / 2.72 г.
Россельхозбанк, 23	- / Vaa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	8.16-8.37	8.26	22.11.2013	нет / 2.72 г.
РВК-Финанс, 03 (вторичное)	- / - / BB-	да	1 834	1.1 / 100%	не более 9.83	9.83	21.11.2013	нет / 1.83 г.
ЛК Уралсиб, БО-11	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	11.73-12.28	12.01	19.11.2013	да / 1.47 г.
Центр-Инвест, БО-07	- / Va3 / -	да	2 000	2.8 / 100%	9.41-9.73	9.41	19.11.2013	нет / 1.87 г.
Иркут, БО-04	- / Va2 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.46-9.73	9.20	18.11.2013	нет / 4.13 г.
РМБ, БО-01	- / B3 / -	да	1 500	1.1 / 100%	11.57-12.10	11.83	14.11.2013	нет / 1 г.
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
РЖД, БО-15	BBB / Vaa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.30	11.11.2013	н/д
КБ МИА, БО-01	- / Ba2 / -	да	1 500	н/д / 100%	8.68-9.20	8.79	06.11.2013	нет / 1.44 г.
Номос-Банк, 12 (вторичное)	- / Va3 / BB-	да	до 2 200	н/д / 100%	8.70-8.90	н/д	06.11.2013	нет / 1.23 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	101.61	8.69	1.18	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.06	8.39	1.18	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	99.25	11.53	2.53	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.10	9.92	1.92	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.04	9.61	1.93	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	100.47	9.60	1.24	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.78	9.58	1.17	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.23	10.55	1.06	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.49	11.61	2.13	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 02.12.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.51	3.85	3.07	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		107.09	4.42	3.72	
VTB'18 (6.875)		109.26	4.53	3.96	
VTB'20		105.47	5.50	5.62	
RCCF'17	В+ / B2 / В	98.02	8.54	2.30	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.52	5.80	4.58	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	102.42	4.96	2.35	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	89.84	10.96	3.73	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		89.71	11.03	4.91	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	100.11	6.65	3.85	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		109.88	6.76	3.69	

Данные в таблице по состоянию на 02.12.2013

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Андрей Пашкевич	a.pashkevich@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.