

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина *n.tolstosheina@zenit.ru* Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): слабые финансовые результаты за 9М14, облигации компании малоликвидны

Вчера крупнейшая российская авиакомпания, Аэрофлот, опубликовала финансовые результаты за 9М14, которые мы оцениваем как довольно слабые. За 9М14 выручка компании увеличилась на 6.5% г/г, однако рост операционных расходов привел к существенному снижению EBITDA и EBITDA margin. Переоценка валютной части финансового долга на фоне снижения EBITDA стала причиной роста рублевого эквивалента долга и ухудшения показателей долгового покрытия: по состоянию на 30 сентября 2014 г. отношение net debt/EBITDA LTM увеличилось до 4.6x против 2.1x на 31 декабря 2013 г.

За 9М14 выручка Аэрофлота увеличилась на 6.5% г/г до 236 698 млн руб., что, в основном, было обусловлено ростом пассажиропотока на 10.5% г/г до 26.5 млн человек. За аналогичный период операционные расходы компании выросли на 14.1% г/г до 223 036 млн руб., операционная рентабельность уменьшилась на 6.3 пп до 5.8% г/г. Увеличение затрат компания объясняет расширением масштабов бизнеса, ослаблением курса рубля и индексацией зарплат в конце 2013 г. В составе операционных затрат наиболее сильно, в пределах 25-39%, увеличились административные и общехозяйственные расходы, расходы по обслуживанию пассажиров, расходы на продукты для производства бортового питания и затраты по оказанию услуг связи и системам бронирования. За 9М14 расходы на оплату труда увеличились на 20.4% г/г до 38 225 млн руб., на обслуживание воздушных судов и на операционную аренду – соответственно на 11.3% г/г и 18.3% г/г. На этом фоне наиболее умеренными темпами, на 9.1% г/г до 64 738 млн руб., увеличилась основная статья затрат авиакомпании (на авиационное топливо).

Заметное опережение темпов роста операционных расходов над динамикой выручки привело к снижению EBITDA за 9М14 на 34.1% г/г до 23 559 млн руб. и EBITDA margin на 6.1 пп до 10%. В то же время, аккумулирование средств за счет сокращения чистого оборотного капитала (за 9М13 компания увеличила чистый оборотный капитал) позволило Аэрофлоту увеличить чистый операционный денежный поток на 21.6% г/г до 32 223 млн руб. Данных средств было достаточно для финансирования расходов на CAPEX (включая лизинговые платежи) на сумму 14 868 млн руб. и выплату дивидендов на 2 727 млн руб. В то же время, в связи с заметным ослаблением курса рубля за 9М14 заметно увеличились рублевые обязательства Аэрофлота по финансовой аренде, которые составляют почти 90% долга и на 97% номинированы в долларах. В результате, за 9М14 совокупный долг компании увеличился на 42.3% до 121 547 млн руб., чистый долг – на 36.6% до 90 854 млн руб. Рост долга на фоне снижения EBITDA привел к существенному ухудшению показателей долгового покрытия: отношение net debt/EBITDA LTM увеличилось до 4.6x на 30 сентября 2014 г. против 2.1x на 31 декабря 2013 г. В то же время, график выплат по финансовому лизингу является комфортным для Аэрофлота (64% обязательств погашаются в 2018 году или позднее), денежных средств на счетах достаточно для единовременного погашения всего краткосрочного долга, кроме того, компания имеет невыбранные кредитные линии на сумму 26 480 млн руб. Принимая во внимание данные факты, а также контроль Аэрофлота со стороны государства и лидирующие позиции компании на рынке авиаперевозок, риски рефинансирования долга Аэрофлота мы оцениваем как весьма умеренные.

В мае 2014 г. агентство Fitch подтвердило рейтинги Аэрофлота на уровне «BB-»

Динамика финансовые показатели Аэрофлота за 9М14 г.

млн руб.	9М14	9М13	%
Выручка	236 698	222 353	6.5%
доля выручки от перевозок	87.9%	89.0%	-1.1 пп
EBITDA	23 559	35 764	-34.1%
Операционный (убыток)/прибыль	13 662	26 870	-49.2%
Чистая прибыль	(3 563)	17 237	-
Рентабельность по EBITDA	10.0%	16.1%	-6.1 пп
Операционная рентабельность	5.8%	12.1%	-6.3 пп
Чистая рентабельность	-1.5%	7.8%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	26 339	35 264	-25.3%
Чистый операцион. ден. поток*	32 223	26 491	21.6%
CAPEX (вкл. лизингов. платежи)	14 868	10 707	38.9%
Свободный денежный поток	17 355	15 784	10.0%

млн руб.	9М14	2013	%
Активы	251 266	209 184	20.1%
в т.ч. ликвидные активы	30 693	18 933	62.1%
Долг**	121 547	85 442	42.3%
доля краткосрочного долга	15.9%	16.1%	-0.2 пп
Чистый долг**	90 854	66 509	36.6%
Капитал	47 737	54 480	-12.4%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.4	-
Долг/EBITDA LTM	6.2x	2.7x	-
Чистый долг/EBITDA	4.6x	2.1x	-
EBITDA/Процентные платежи	10.4x	11.2x	-
Долг/Капитал	2.5x	1.6x	-

* за вычетом процентных платежей

** включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

со стабильным прогнозом. Агентство последний раз пересматривало рейтинги Аэрофлота в марте 2013 г. и понизило его на две ступени, с «BB+» до «BB-». Fitch оценивал самостоятельную кредитоспособность Аэрофлота с учетом высокого леввериджа на уровне «B+», при этом с учетом поддержки от государства долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Аэрофлота на одну ступень превышал рейтинг его самостоятельной кредитоспособности. С учетом последней волны ослабления рубля (с начала октября по настоящее время) текущий левверидж Аэрофлота находится в районе нижней границы установленных критериев пересмотра рейтинга. На взгляд, это оставляет возможность негативных рейтинговых действий в отношении компании в случае дальнейшего снижения рентабельности и ухудшения параметров пассажиропотока.

В настоящее время на рынке обращается единственный рублевый выпуск компании Аэрофлот БО-03 с дюрацией 1.27 года, который характеризуется низкой ликвидностью. В течение последнего месяца в бумагах компании практически не было сделок, последние биды находятся на уровне 93.1% от номинала, что соответствует доходности 14.6% годовых и спреду к ОФЗ на уровне 410 бп.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

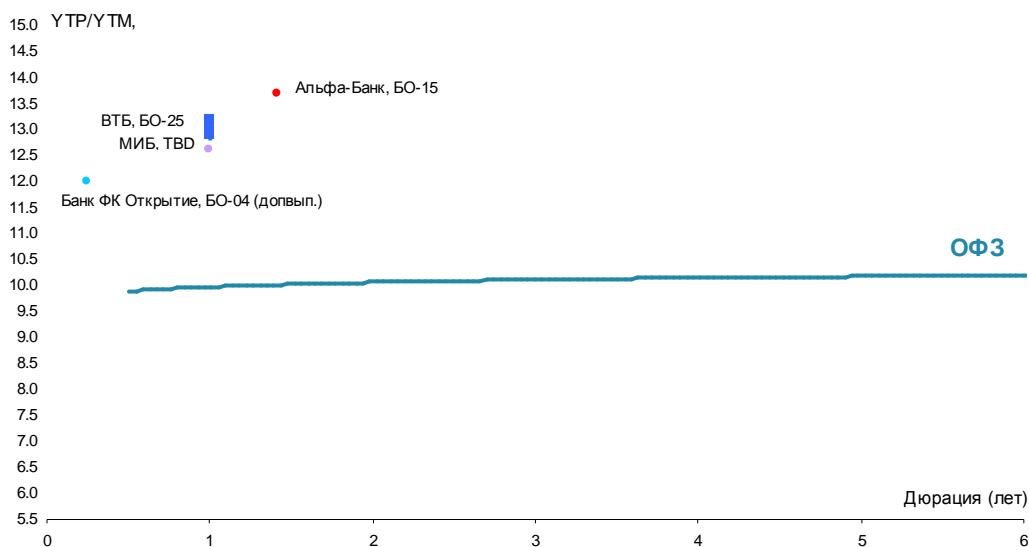
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	13.69	27.11.2014	02.12.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 15 лет
Банк МИБ, TBD	- / A3 / -	да	4 000 - 5 000	12.63	28.11.2014	02.12.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Банк ВТБ, БО-25	BBB- / Baa3 / -	да	5 000 - 10 000	12.82-13.10	26.11.2014	03.12.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	12.00	02.12.2014	04.12.2014	нет / 0.25 г	0.25 г / 2.25
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д	02.12.2014	04.12.2014	да / 1 г	1 г / 7 лет

Цветом выделены 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
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
Юникредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г



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
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@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	Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный 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
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.