

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Аэрофлот (-/В+): сильные финансовые результаты за 4К15 и в целом 2015 год.

Вчера крупнейшая российская авиакомпания, Аэрофлот, объявила финансовые результаты за 4К15 и 2015 год, которые мы оцениваем как сильные. По итогам 2015 года выручка Аэрофлота выросла на 29.8% г/г до 415.2 млрд руб., EBITDA – в 2.4 раза до 58.7 млрд руб., EBITDA margin – на 6.4 пп до 14.1%. Долговая нагрузка на конец 4К15 в терминах net debt/EBITDA LTM осталась на уровне начала квартала (3.4x), заметно снизившись по сравнению с уровнем на начало года (5.9x на 01.01.2015).

В 4К15 выручка Аэрофлота увеличилась на 27.2% г/г до 105.7 млрд руб., EBITDA – в 8.5 раза до 10.9 млрд руб., EBITDA margin – на 8.8 пп до 10.3%. Основными причинами улучшения финансовых результатов Аэрофлота стало увеличение пассажиропотока в 4К15 на 13.8% г/г до 9.3 млн человек и позитивный эффект от девальвации рубля. В целом по итогам 2015 года Аэрофлот также отразил рост пассажиропотока на 13.4% г/г до 39.4 млн человек (на фоне его сокращения на 1.2% г/г по всем российским авиакомпаниям) и выручки на 29.8% г/г до 415.2 млрд руб. В прошлом году расходы Аэрофлота на приобретение авиационного топлива и на оплату труда увеличились незначительно, на 8.2% г/г до 94.4 млрд руб. и на 6.7% г/г до 55.6 млрд руб. соответственно. В то же время, совокупные операционные расходы Аэрофлота с учетом расходов на оплату труда увеличились более существенно, на 23.5% г/г до 359.8 млрд руб., вследствие заметного роста расходов по операционной аренде, на обслуживание воздушных судов и услуги связи. Тем не менее, темпы роста операционных расходов были более медленные по сравнению с темпами роста выручки, что способствовало росту EBITDA в 2015 году в 2.4 раза до 58.7 млрд руб. и EBITDA margin – на 6.4 пп до 14.1%. По итогам 2015 года Аэрофлот отразил убыток на сумму 23.7 млрд руб. по инструментам хеджирования, а также списал дебиторскую задолженность и долги Трансаэро на общую сумму 16.8 млрд руб., поэтому прошлый год компания завершила с чистым убытком в размере 6.5 млрд руб.

В 2015 году расходы Аэрофлота на CAPEX составили 28.7 млрд руб. (+31.5% г/г) и были полностью профинансированы за счет чистого операционного денежного потока в размере 63.8 млрд руб. Свободный денежный поток Аэрофлота за 2015 год в размере 35.1 млрд руб. был недостаточным для осуществления расчетов по производным финансовым инструментам в размере 39.7 млрд руб. и предоплаты за воздушные суда на 22.7 млрд руб., что потребовало расширения кредитного плеча. Кроме того, поскольку основная часть долга Аэрофлота номинирована в долларах, девальвация рубля привела к переоценке валютных финансовых обязательств Аэрофлота. В результате, на конец 2015 г. совокупный долг компании вырос к началу года на 34.3% до 233 млрд руб., чистый долг – на 37.7% до 202.3 млрд руб. Рост EBITDA по итогам 2015 года способствовал сокращению долговой нагрузки Аэрофлота в терминах net debt/EBITDA до 3.4x на 31.12.2015 против 5.9x на 01.01.2015 г. Долговая нагрузка Аэрофлота в настоящее время остается довольно высокой, однако риски рефинансирования краткосрочного долга являются незначительными, поскольку остаток денежных средств на счетах Аэрофлота в размере 30.7 млрд руб. и невыбранные кредитные линии на 36.8 млрд руб. являются достаточными для одновременного погашения около 92% краткосрочного долга компании.

В настоящее время долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Аэрофлота («В+») от Fitch остается в списке на пересмотр с негативным прогнозом. В отчете агентство не исключало вывод рейтингов компании из списка на пересмотр после появления

Ключевые показатели Аэрофлота за 2015 год

млн руб.	2015	2014	%
Выручка	415 173	319 771	29.8%
доля выручки от перевозок	86.5%	86.7%	-0.2 пп
EBITDA	58 703	24 840	x2,4
Операционный (убыток)/прибыль	44 107	11 268	x3,9
Чистая прибыль	(6 494)	(17 146)	-
Рентабельность по EBITDA	14.1%	7.8%	6,4 пп
Операционная рентабельность	10.6%	3.5%	7,1 пп
Чистая рентабельность	отр.	отр.	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	64 269	31 603	103.4%
Чистый операцион. ден. поток	63 750	32 568	95.7%
CAPEX (в кл. лизингов. платежей)	28 651	21 789	31.5%
Свободный денежный поток	35 099	10 779	x3,3

млн руб.	2015	2014	%
Активы	315 194	277 718	13.5%
в т.ч. денежные средства	30 693	26 547	15.6%
Долг**	232 984	173 481	34.3%
доля краткосрочного долга	31.6%	19.7%	11,8 пп
Чистый долг**	202 291	146 934	37.7%
Капитал	-36 120	-13 505	167.5%
CAPEX/EBITDA	0,5x	0,9x	-
Долг/EBITDA	4,0x	7,0x	-
Чистый долг/EBITDA	3,4x	5,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	9,9x	5,0x	-
Долг/Капитал	отр.	отр.	-

* за вычетом процентных платежей

** включает обязательства по финансовому лизингу

ОАО «Аэрофлот»	2015	2014	%
Пассажирооборот, млн пкм	74 116	67 122	10.4%
Занятость пассажирских кресел	79.3%	78.2%	1,1 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	26 112	23 610	10.6%

Группа «Аэрофлот»	2015	2014	%
Пассажирооборот, млн пкм	97 676	90 075	8.4%
Занятость пассажирских кресел	78.3%	77.8%	0,5 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	39 393	34 735	13.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

информации по масштабам расходов Аэрофлота на управление Трансаэро и перевозке ее пассажиров. Поскольку общие расходы Аэрофлота по перевозке пассажиров Трансаэро в целом соответствуют ранее объявленному прогнозу и отражены в отчетности по итогам 2015 года, в перспективе мы ожидаем подтверждения рейтингов Аэрофлота на уровне «В+».

В конце текущего месяца запланирована оферта по единственному локальному выпуску Аэрофлот, БО-03, который в связи с этим торгуется близ номинала, по цене 99.85%, и не предлагает особых идей.

Первичный рынок

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
Тойота Банк, 01	Aa3 / AA1 / A	да	3 000	11.67-11.94	03.03.2016	10.03.2016	нет / 1.84 г	2 г / 3 г
РГС Недвижимость, БО-П03	NR	нет	2 000	14.75	01.03.2016	03.03.2016	нет / 1 г	1 г / 5 лет

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
ВЭБ, ПБО-001P-01	BB+ / Ba1 /BBB-	да	19 575	н/д / 100%	н/д	11.6	29.02.2016	нет / 6.03 г
ХК Металлоинвест, БО-07	BB / Ba2 /BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.26	25.02.2016	нет / 1 г
Русфинанс банк, БО-12	BB+ / Ba2 /BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.99	25.02.2016	нет / 1 г
Норильский Никель, БО-05	BBB- / Ba1 /BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	11.94	19.02.2016	нет / 6.16 г
Первый контейнерный терминал, 02	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	13.32-13.53	13.53	19.02.2016	нет / 3.83 г
ТрансФин-М, БО-42	B / - / -	да	2 500	н/д / 100%	н/д	13.42	19.02.2016	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-001P-02	- / B1 / B+	да	1 500	н/д / 100%	н/д	11.29	17.02.2016	нет / 2.32 г
Татфонбанк, БО-17	B / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	13.96-16.10	15.03	16.02.2016	нет / 1 г
Вертолеты России, БО-02	- / Ba3 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	12.26	28.01.2016	нет / 6.09 г
РГС Недвижимость, БО-П02	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	13.96	26.01.2016	нет / 0.5 г
ЕАБР, 10	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.63	20.01.2016	нет / 4.83 г
Открытие Холдинг, БО-01 (допвыпуск N1)	NR	нет	10 000	н/д / 100%	12.58-13.40	13.40	12.01.2016	нет / 0.13 г
РСХБ, 28	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	30.12.2015	нет / 4.26 г
РСХБ, 27	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	29.12.2015	нет / 4.26 г
ГТЛК, БО-07	B+ / - / -	да	4 000	н/д / 100%	15.31-15.76	15.59	29.12.2015	нет / 1.76 г
Открытие Холдинг, БО-04 (допвыпуск N2)	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.07-13.79	13.24	29.12.2015	нет / 0.29 г
УОМЗ, БО-03	B- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	14.49-14.76	14.76	29.12.2015	нет / 2.54 г
РВК-финанс, БО-01	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	13.96-14.22	13.96	28.12.2015	нет / 1.81 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		bondsales@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		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.