

04 июня 2010

Содержание

• **Аэрофлот: итоги 2009 года по МСФО**

Стр 1

Вчера компания Аэрофлот (Fitch BB+) опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2009 год. На фоне снижения пассажиропотока и сокращения выручки, компания увеличила рентабельность бизнеса благодаря низким ценам на керосин и работе по сокращению издержек. Долговая нагрузка ожидаемо возросла и, несмотря на продолжающееся восстановление рынка авиаперевозок, вероятно, продолжит увеличиваться и в 2010 году. С точки зрения самостоятельного кредитного качества компании, результаты едва ли можно назвать позитивными, однако высокая вероятность государственной поддержки предприятия по большей части компенсирует эти недостатки. С учетом этого фактора, мы не ожидаем увидеть существенной реакции в бумагах Аэрофлота на опубликованные данные.

Финансовые результаты Аэрофлота по МСФО, \$ млн

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг*	Долг/ЕБИТДА*	Краткосрочный Долг/ЕБИТДА*
2009	3 346	423	12.6%	1 877	4.4	0.8
2008	4 603	489	10.6%	1 423	2.9	0.6
2007	3 808	723	19.0%	1 262	1.7	0.4

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

* Включает задолженность по фин. лизингу, таможенным пошлинам и пенсионным обязательствам

В 2009 году Аэрофлот показал 27%-ное снижение выручки, что, помимо девальвационного эффекта, в большей части обусловлено достаточно негативной ситуацией на рынке авиаперевозок. Падение объема пассажиропотока, который вплоть до октября 2009 года был ниже соответствующих уровней предыдущего периода, отрицательно сказалось на объеме выручки компании. Однако операционные результаты января–апреля текущего года существенно превышают показатели предыдущих двух лет, и позволяют компании рассчитывать на увеличение пассажиропотока на 23% в 2010 году. На фоне восстановления спроса, роста тарифов компании и некоторого укрепления рубля мы ожидаем, что выручка Аэрофлота (выраженной в US\$) в текущем году может увеличиться на 25%–30%.

Благодаря 50%-ному снижению цен на топливо, а также значительному сокращению административных и прочих расходов Аэрофлоту удалось повысить рентабельность ЕБИТДА в течение 2009 года на 19%. Мы отмечаем, что в течение 2010 года расходы компании на топливо заметно возрастут, т.к. уже по состоянию на апрель средневзвешенная цена керосина была выше прошлогоднего уровня на 39%. Несколько сгладить рост таких расходов Аэрофлоту позволит обновленный парк с гораздо большей топливной эффективностью, а также рост тарифов, который пока что не приводит к снижению трафика. Тем не менее, мы не склонны недооценивать данный фактор и считаем, что по результатам года рентабельность Аэрофлота по ЕБИТДА едва ли превысит 13%.

Вполне ожидаемо (см. наш обзор от 30.03.2010) долговая нагрузка Аэрофлота возросла в течение 2009 года и составила 4.4х Долг/ЕБИТДА. В течение 2010 года Аэрофлот увеличил объем валового долга за счет размещения биржевых облигаций в объеме 12 млрд рублей, что вкпе с ростом выручки и ЕБИТДА не должно привести к существенному росту долговой нагрузки. Отметим, что изначальная цель размещения облигаций – финансирование выкупа 25.8% собственных акций у группы НРБ – была осуществлена только частично (6.3% на сегодняшний день). Дальнейшая судьба сделки находится под большим вопросом, но судя по комментариям представителей компании, оставшиеся свободные средства могут быть использованы для приобретения авиационных активов у государства.

Аэрофлот отчитался за 2009 год по МСФО – результаты нейтральны для рублевых облигаций компании

Существенное падение выручки в 2009 году, может смениться ростом на 25%–30% в текущем

Снижение топливных цен и административных издержек позволило увеличить рентабельность даже в проблемном году, но ее дальнейшего роста в 2010-м мы не ожидаем

Долговая нагрузка существенно возросла, и хотя привлечение нового долга в 2010 году не должно существенно на ней сказаться...

Стоит отметить, что уровень долговой нагрузки Аэрофлота в будущем существенно зависит от того, останется ли у компании контрольный пакет ОАО «Терминал». Если в течение 2010 года компания сократит долю участия в строящемся терминале до 25%+1 акция (что является наиболее вероятным на сегодняшний день исходом), то деконсолидация более US\$800 млн долга ОАО «Терминал» может заметно усилить самостоятельный кредитный профиль Аэрофлота. Кроме того планируемое приобретение ряда отечественных авиаперевозчиков может значительно ослабить показатели Аэрофлота. На сегодняшний день Аэрофлот заинтересован в приобретении двух из шести выставленных на продажу компаний (ГТК Россия и Владивосток Авиа), консолидация которых укрепила бы рыночные позиции монополиста отечественной авиаиндустрии. С другой стороны мы не исключаем, что Аэрофлоту придется приобрести и остальные довольно слабые компании «в нагрузку».

В целом мы придерживаемся мнения о кредитном качестве Аэрофлота, изложенного в нашем предыдущем обзоре, и считаем, что неопределенность в отношении фундаментальных кредитных характеристик компании в будущем вполне компенсируется высокой вероятностью его поддержки со стороны государства. В том случае, если исходом обсуждаемых на сегодняшний день сделок окажется деконсолидация долга ОАО «Терминал» и приобретение только эффективных авиаперевозчиков, автономный кредитный профиль Аэрофлота окажется на гораздо более высоком уровне, чем в настоящее время. С другой стороны если Аэрофлоту придется принять на баланс «слабые» авиакомпании, то его стратегическая значимость для государства еще больше возрастет (в т.ч. ввиду необходимости обновлять парк этих перевозчиков, что частично может осуществляться за счет покупок российских Sukhoj Super Jet).

На сегодняшний день рублевые облигации Аэрофлот БО-1 и БО-2 торгуются несколько ниже номинала и предлагают доходность к погашению в 8%, что находится на одном уровне с аналогичным по дюрацией выпуском Вымпелкома и на 20 б.п. ниже, чем доходность облигаций НЛМК БО-6. Мы по-прежнему считаем, что такое положение не совсем оправдано, т.к. даже с учетом господдержки гораздо более слабые автономные кредитные характеристики Аэрофлота по сравнению с НЛМК и Вымпелкомом должны говорить в пользу более широкого спреда к указанным выпускам. Мы не считаем рублевые выпуски Аэрофлота привлекательными для покупки на текущих ценовых уровнях и не ожидаем, что на фоне опубликованной вчера отчетности их динамика окажется лучше рынка.

... перспективы долговой нагрузки в будущем будут определяться судьбой контрольного пакета в ОАО «Терминал» и сделки по приобретению ряда отечественных авиакомпаний

Мы придерживаемся нашего мнения о кредитном качестве Аэрофлота и считаем, что фундаментальные слабости компании компенсируются наличием господдержки

Рублевые облигации Аэрофлота по текущим ценам не интересны для покупки

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.

