

30 марта 2010

Содержание

• **Аэрофлот: комментарий к размещению**

Вчера открылась книга заявок на участие в размещении рублевых биржевых облигаций компании Аэрофлот (Fitch BB+) объемом 6 млрд рублей. Выпуск имеет максимальную для биржевых облигаций срочность 3 года и не предусматривает оферты, а ориентир его доходности заявлен организаторами на уровне 8.16%–8.94% (купон 8.0%–8.75%, дюрация 2.7 года). Мы отмечаем, что Аэрофлот обладает гораздо большим уровнем долговой нагрузки, чем компании с аналогичным уровнем рейтинга. С другой стороны компания демонстрирует неплохую динамику восстановления финансовых показателей в 2009 году, а наличие государства в лице основного акционера (51%) является существенным фактором комфорта для кредиторов компании.

Открылась книга заявок на участие в выпуске Аэрофлот БО-1

Фин. результаты Аэрофлота по МСФО, US\$ тыс

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг*	Долг/ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА
9м2009	2 463	12.5%	403	16.4%	1 606	3.0	2.8
2008	4 614	7.3%	498	10.8%	1 423	2.9	2.6
2007	3 808	15.2%	723	19.0%	1 262	1.7	1.6

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

ОАО Аэрофлот является крупнейшим отечественным авиаперевозчиком в сегменте пассажирских перевозок: по состоянию на конец октября 2009 года доля рынка по внутренним перевозкам составляет 22%, а по международным – 30%. Доходы от пассажирских перевозок составляют 80% выручки компании, в то время как остальная часть приходится на доходы дочерних компаний от перевозки грузов, оказания услуг другим авиакомпаниям (т.н. «пролетные» платежи), гостиничных услуг и кэтерингу. На сегодняшний день прибыльными на операционном уровне являются лишь сегменты пассажирских перевозок, гостиничных услуг и кэтеринга.

Аэрофлот – крупнейший оператор в сегменте пассажирских перевозок. Этот сегмент бизнеса приносит большую часть прибыли компании

Сегмент авиаперевозок столкнулся с проблемами гораздо раньше, чем остальные отрасли российской экономики. Уже в 1п2008 года, Аэрофлот ощутил значительное снижение объема перевозок в сочетании с высокими ценами на топливо, что привело к 30%-му сокращению ЕБИТДА по результатам года (с US\$723 млн до US\$498 млн). Тем не менее, в отличие от крупнейших европейских авиаперевозчиков, понесших существенные убытки, Аэрофлот сохранил операционную рентабельность в 2008 году на достаточно высоком уровне 10.8% (2007: 19%).

Авиакомпании столкнулись с проблемами раньше, чем остальные отрасли российской экономики, но Аэрофлот перенес тяжелые времена относительно успешно

С другой стороны уже во второй половине 2008 года Аэрофлот почувствовал позитивный эффект от снижения цен на топливо (основная статья расходов авиакомпании), что значительным образом помогло перевозчику удержать операционную рентабельность 2008 году и увеличить ее в 2009-м. Так за 9м2009 года расходы на топливо составили US\$517 млн (31% операционных затрат), что на 60% ниже показателя за аналогичный период 2008 года: US\$1.25 млрд (48% операционных затрат). Кроме того, во второй половине 2009 года начали постепенно восстанавливаться объемы перевозок компании, а совокупное снижение пассажирооборота за 2009 год оказалось несколько меньшим, чем средний показатель по рынку.

Цены на топливо – ключевой фактор, влияющий на рентабельность авиаперевозчиков

Таким образом, заметное снижение топливной составляющей в купе с рядом мер, предпринятых компанией по сокращению прочих расходов и начавшимся ростом объема перевозок привели к восстановлению рентабельности. Маржа по ЕБИТДА по результатам 1п2009 года составила 11.4% и возросла до 16.4% за 9м2009 года (23.5% за 3кв2009). Стоит отметить, что по результатам 4 кв2009 года и в 2010 году топливная составляющая начнет оказывать большее давление на рентабельность Аэрофлота, однако в некоторой степени этот эффект будет сглажен за счет увеличивающейся доли современных и экономичных самолетов в парке компании.

Снижение топливной составляющей в купе с другими мерами по сокращению расходов весьма позитивно сказались на показателях Аэрофлота

Менее позитивно выглядит ситуация с долговой нагрузкой Аэрофлота: на конец 3кв2009 года объем долга компании с учетом лизинга, задолженности по таможенным платежам и пенсионным обязательствам составлял порядка US\$1.6 млрд, а соотношение Долг/ЕБИТДА было на уровне 3х. Порядка половины данной суммы приходится на долг ОАО «Терминал» (оператор строящегося Терминала D или Шереметьево 3). Стоит отметить, что проблема с инвестиционной программой и долгом строящегося Терминала D скорее всего будет решена уже в ближайшее время: вероятнее всего Аэрофлот передаст данный проект вместе с контрольным пакетом участия в управление государству в лице компании «Международный Аэропорт Шереметьево».

Тем не менее, объем валового долга Аэрофлота останется на достаточно высоком уровне. По оценкам агентства Fitch к концу 2010 года долговая нагрузка Аэрофлота без учета долга ОАО «Терминал» превысит уровень 5х Долг/ЕБИТДА, и стабилизируется в районе 4х только в конце 2013-го. Основными драйверами роста долга послужат:

- сделка, по выкупу Аэрофлотом 25.8% собственных акций у Национального Резервного Банка за 13,2 млрд рублей, проводимая в настоящее время за счет краткосрочного кредита Сбербанка, рефинансировать который Аэрофлот собирается за счет средств, полученных от размещения рублевых облигаций первой и второй серии;
- б) продолжающихся инвестиций в обновление авиапарка: на сегодняшний день компания уже имеет обязательства по покупке 10 самолетов Sukhoi SuperJet-100 и 16 Airbus A-321-200 по договорам финансового лизинга. При этом объем заявленных по состоянию на 30.09.2009 капитальных затрат по этим обязательствам превышал US\$1 млрд.

Стоит отметить, что сделка по выкупу собственных акций проводится Аэрофлотом с целью обмена части этого пакета на авиационные активы, контролируемые госкорпорацией «Ростехнологии». Присоединение шести компаний (включая такие как ГТК «Россия», Оренбургские авиалинии и Кавминводоавиа) с совокупным пассажиропотоком порядка 6 млн человек в год, позволило бы Аэрофлоту увеличить трафик на 50% с текущего уровня. Однако эффект от консолидации данных компаний с точки зрения рентабельности бизнеса и долговой нагрузки пока не предсказуем и вполне вероятно, может оказаться не столь позитивным.

Придерживаясь консервативной точки зрения, мы полагаем, что если такая сделка будет совершена, эффект на самостоятельный кредитный профиль Аэрофлота окажется достаточно негативным. В то же время, увеличившаяся в таком случае доля участия государства в капитале Аэрофлота вкупе с его возросшей рыночной долей и системной значимостью (в т.ч. в части реализации проекта среднемагистральных самолетов SSJ-100) будет указывать на гораздо больший объем потенциальной поддержки со стороны государства. Стоит отметить, что, по мнению агентства Fitch, текущий потенциал господдержки повышает рейтинг Аэрофлота на одну ступень от его автономного уровня, что на наш взгляд является несколько заниженным ожиданием.

В целом с кредитной точки зрения участие в выпуске Аэрофлота является весьма привлекательным для инвесторов, уверенных в доступности государственной поддержки и не обеспокоенных довольно слабыми автономными показателями компании. Мы отмечаем, что исходя из текущей карты доходностей рублевых облигаций, инвесторов может привлечь премия выпусков Аэрофлота к бумагам компаний с аналогичным уровнем кредитных рейтингов. Так, на сегодняшний день доходность по нижней границе заявленного диапазона бумаг Аэрофлота предлагает премию в 35 б.п. к выпускам НЛМК БО-6 (BBB-/Ba1/VB+) и Вымпелком Инвест-1 (BB+/Ba2/-).

Мы все же полагаем, что гораздо более слабые автономные кредитные характеристики Аэрофлота по сравнению с НЛМК и Вымпелкомом должны говорить в пользу более широкого спреда к указанным выпускам. Не стоит также забывать о том, что Аэрофлот планирует в ближайшее время провести размещение и второго выпуска в объеме 6 млрд рублей. Если бы размещение проходило сегодня, то мы бы рекомендовали инвесторам выставлять заявки по верхней границе заявленного диапазона доходности, ориентируясь на спред в 100 б.п. Однако, учитывая ажиотажный спрос, сложившийся на рынке рублевого долга в последнее время, мы не исключаем, что доходность выпусков Аэрофлота при размещении может оказаться ниже заявленных ориентиров.

Долговая нагрузка находится на высоком уровне из-за проекта по строительству Шереметьево 3

Однако и без этого проекта, долг компании будет расти вплоть до конца 2010 года

Сделка по приобретению авиаактивов у «Ростехнологий» может ухудшить показатели эффективности и долговой нагрузки Аэрофлота...

... но с другой стороны увеличит вероятность господдержки для компании

В целом кредитный профиль Аэрофлота приемлем для инвесторов, уверенных в государственной поддержке компании...

... но мы не считаем, что доходность его облигаций должна находиться на одном уровне с компаниями, обладающими аналогичными рейтингами

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 Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9976
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 npatrakhin@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.