

Avianca Holdings является южноамериканским авиаперевозчиком. Кредитный рейтинг эмитента установлен на уровне В от Fitch и S&P.

Согласно отчетности за 1 квартал 2017 года справедливый рейтинг компании соответствует имеющемуся уровню В. Четыре из пяти показателей финансового рычага, представленные в таблице «Сравнение Avianca с рейтингами корпоративных эмитентов», слабее чем в среднем имеют конкуренты с аналогичным кредитным рейтингом. Согласно консенсус прогнозу Блумберг по итогам года ожидается рост долговой нагрузки, выраженный в увеличении показателя чистый долг/ЕВITDA с 5,4х до 6,2х. Произойдет это за счет опережающего роста долга.

Рентабельность бизнеса находится на уровне средней по индустрии среди эмитентов с рейтингом В. Как ожидается, в ближайшие три года EBITDA маржа останется на достигнутом уровне в 13-14%.

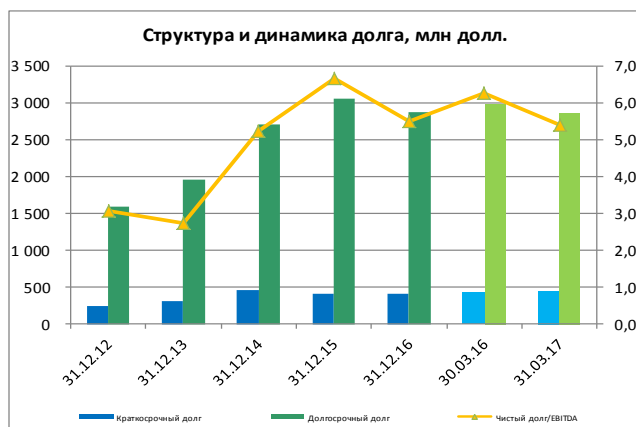
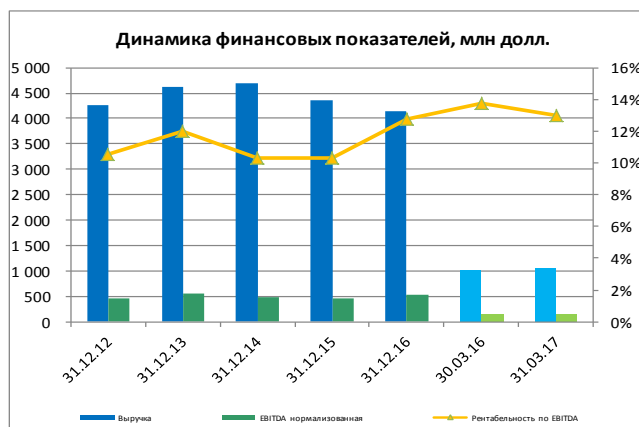
В течение последних 4 лет эмитент стабильно генерирует свободный денежный поток, и устоявшаяся динамика сохранится в дальнейшем. Доходность денежного потока по итогам 2017 года ожидается на уровне 4%, что также соответствует имеющемуся кредитному рейтингу.

Сравнив Avianca Holdings с компаниями циклического сектора по 3 ожидаемым на конец 2017 года показателям чистый долг/ЕВITDA, рентабельность EBITDA и доходность свободного денежного потока, считаем, что рейтинг компании установлен справедливо. Единственный выпуск долларовых облигаций в настоящее время торгуется с доходностью 8,4% годовых, что предполагает премию к кривой циклического сектора с рейтингом В в размере 4,9 п.п. С целью сужения излишне широкого спреда потенциал роста котировок в течение года мы оцениваем в 8-10%.

Название	Avianca Holdings SA
Сектор	Industrials
Индустрия	Airlines
Погашение/пут опцион	10.05.2020
Колл-опцион	31.07.2017
Доходность	8,4
Композитный рейтинг выпуска	B-
Дюрация	1,7
Купон	8,38
Размер выпуска	550MM USD
ISIN	USP0605NAA92
Страна	PANAMA

Основные финансовые показатели

USD, млн	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	30.03.16	31.03.17
Выручка	4 257	4 610	4 702	4 361	4 138	1 005	1 068
ЕБИТДА нормализованная	450	555	484	450	528	139	138
Чистая прибыль	196	257	121	-155	17	10	21
Активы							
Активы	4 510	5 179	6 185	6 362	6 351	6 354	6 438
Капитал							
Капитал	1 185	1 215	1 208	1 373	1 420	1 368	1 401
Денежные средства и эквиваленты							
Денежные средства и эквиваленты	462	759	641	479	376	453	397
Долг							
Долг	1 833	2 265	3 172	3 473	3 274	3 419	3 297
Краткосрочный долг							
Краткосрочный долг	235	314	459	413	407	423	449
Чистый долг							
Чистый долг	1 371	1 506	2 531	2 994	2 898	2 966	2 900
Операционный денежный поток							
Операционный денежный поток	401	446	259	223	418	77	154
Капзатраты							
Капзатраты	-501	-265	-29	-157	-211	-49	-41
Свободный денежный поток							
Свободный денежный поток	-100	181	230	67	207	27	113
Рентабельность по ЕБИТДА							
Рентабельность по ЕБИТДА	11%	12%	10%	10%	13%	14%	13%
Чистая рентабельность							
Чистая рентабельность	5%	6%	3%	отр	0%	1%	2%
Долг/ЕБИТДА							
Долг/ЕБИТДА	4,1	4,1	6,5	7,7	6,2	7,2	6,1
Чистый долг/ЕБИТДА							
Чистый долг/ЕБИТДА	3,0	2,7	5,2	6,7	5,5	6,3	5,4
ЕБИТДА/процентные расходы							
ЕБИТДА/процентные расходы	3,2	4,9	3,6	2,7	3,1	3,0	3,3
Капитал/Активы							
Капитал/Активы	26%	23%	20%	22%	22%	22%	22%
% краткосрочного долга							
% краткосрочного долга	5%	6%	7%	6%	6%	7%	7%
Коэффициент текущей ликвидности							
Коэффициент текущей ликвидности	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6
ОДП/Капзатраты							
ОДП/Капзатраты	0,8	1,7	8,9	1,4	2,0	1,6	3,7



Сравнение Avianca с рейтингами корпоративных эмитентов

Median Fundamentals						Company
Leverage & Coverage	AAA/AA	A	BBB	BB	B	PFAVH CB
Total Debt / EBITDA	3,5	1,6	2,1	3,0	5,2	6,1
Net Debt / EBITDA	1,8	0,4	1,0	2,1	4,4	5,4
Total Debt to Total Capital	41%	32,9%	46,3%	54,1%	66,9%	69,7%
Total Debt to Total Equity	74%	45,0%	77,3%	96,8%	182,2%	230,5%
T12M EBITDA / Interest	31,3	20,8	13,2	5,8	2,9	3,1
Profitability	AAA/AA	A	BBB	BB	B	PFAVH CB
Sales 5Yr Avg. Growth	6,2%	5,2%	3,8%	7,1%	3,0%	0,9%
T12M Gross Margin	35,6%	30,2%	34,2%	32,5%	39,7%	75,3%
T12M Operating Margin	10,6%	9,8%	10,7%	10,4%	6,3%	6,0%
T12M EBITDA Margin	14,4%	13,5%	15,8%	14,7%	11,4%	12,8%
Return on Equity	10,9%	16,3%	18,9%	15,7%	8,5%	2,3%
Liquidity & Cash Flow	AAA/AA	A	BBB	BB	B	PFAVH CB
T12M FCF Margin		7,3%	5,8%	5,6%	3,4%	7,0%
Free Cash Flow to Total Debt		33%	21%	13%	5%	9%
Current Ratio	1,4	1,5	1,3	1,4	1,5	0,6
Cash Ratio	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2
Cash Conversion Cycle	61,5	57,7	40,4	47,6	57,3	-156,1
Efficiency & Other	AAA/AA	A	BBB	BB	B	PFAVH CB
Working Capital to Sales	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1
Asset Turnover	0,5	1,0	1,0	1,0	0,9	0,7
Capital Expenditure to Sales		3,3	4,2	3,3	3,0	5,1
Altman's Z-Score	1,9	3,6	3,8	2,9	2,0	0,9
Health Grade	6,5	7,0	7,0	5,0	3,0	2,0

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

<http://www.russ-invest.com>