

ВОЗВРАЩЕНИЕ НА ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК, ПРЕДЛОЖЕНИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО В ВЕРХНЕЙ ПОЛОВИНЕ ОРИЕНТИРА

Компания размещает облигации на 2,5 млрд руб.

Возвращение на первичный рынок. Сегодня компания начала сбор заявок на участие в размещении выпуска биржевых облигаций объемом 2,5 млрд руб., предварительно намеченного на 6 марта. По выпуску предусмотрена оферта через полтора года. Ориентир по ставке купона определен в диапазоне 11,5–12,5%, что соответствует доходности к оферте на уровне 11,83–12,89%. Трансаэро не имеет кредитных рейтингов по версии международных агентств, что не позволит использовать облигации для рефинансирования в ЦБ. До этого компания уже размещала два выпуска облигаций суммарным объемом 5,5 млрд руб., один из которых был погашен в начале 2009 г., а по второму предстоит оферта в мае нынешнего года.

Вторая по размеру авиакомпания России. Трансаэро – вторая по величине после Аэрофлота и крупнейшая частная авиакомпания в России, как по пассажирообороту (доля рынка около 20%), так и по размеру выручки. Самолетный парк компании состоит из 76 воздушных судов, 73 из которых – лайнеры «Боинг» различной модификации и три – Ту-204. Унификация парка позволяет оптимизировать расходы на обслуживание, а наличие узко- и широкофюзеляжных самолетов дает возможность совершать полеты в любую точку мира. Маршрутная сеть Трансаэро насчитывает более 150 направлений, в 2011 г. пассажирооборот компании составил 33,2 млрд пкм (+26,2% год к году), а пассажиропоток – 8,5 млн человек (+27,2% год к году). Внутренние и международные направления развиваются относительно равными темпами, однако на долю международных перевозок приходится порядка 64% выручки эмитента, тогда как внутренние приносят лишь около 14%.

Высокая долговая нагрузка... Последняя отчетность Трансаэро по МСФО датирована 2009 г., более поздние данные о финансовом положении компания представила лишь по РСБУ. Последняя форма отчетности, по нашему мнению, довольно точно отражает доходы компании, но, скорее всего, не все долговые обязательства, поскольку среди авиакомпаний распространена практика приобретения воздушных судов в лизинг. В число «дочек» АК «ТРАНСАЭРО» входит лизинговая компания, обязательства которой не консолидируются в отчетность по РСБУ материнской компании. Действительно, между величинами долга по отчетности МСФО и РСБУ за 2009 г. существует почти двукратная разница. Даже учитывая неполноту данных об объеме долга, компания показала на конец 3 кв. 2011 г. высокий коэффициент Долг/EBITDA, равный 6,2, причем за последние два года он удвоился. Также отметим высокий показатель долга по отношению к собственным средствам: отношение Долг/Собственный капитал достигает 12,8.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «АК «ТРАНСАЭРО»
Кредитный рейтинг	-
Серия облигаций	БО-01
Объем	2.5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	1.5 года
Дата размещения	6 марта 2012 г.
Период сбора заявок	17 февраля-2 марта 2012 г.
Ориентир по ставке купона	11.5-12.5% (УТР 11.83-12.89%)

Высокий леверидж, невысокая рентабельность

Ключевые финансовые показатели Трансаэро, РСБУ, млн руб.

	2009	2010	9 М2011
Выручка	38 654	60 865	61 796
EBITDA	3 952	3 449	4 488
Чистая прибыль	393	581	516
Чистый опер. ден. поток	(436)	(4 941)	
Капитальные затраты	(762)	(9 451)	
Свободный денежный поток	(1 198)	(14 392)	
Совокупный долг	12 259	18 764	24 737
Краткосрочный долг	6 571	11 401	14 960
Денежные средства	207	1 025	1 040
Чистый долг	12 052	17 739	23 697
Собственный капитал	(335)	1 421	1 932
Активы	26 451	43 288	65 727
Коэффициенты			
Рентаб. EBITDA %	10,2	5,7	7,3
EBITDA/проц. расх.	2,7	2,0	2,8
Долг/EBITDA	3,1	5,4	6,2
Чистый долг/EBITDA	3,0	5,1	5,9
Долг/Собственный капитал	отриц.	13,2	12,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

...которая едва ли будет снижаться в обозримом будущем. Рост долговой нагрузки обусловлен активным увеличением самолетного парка Трансаэро, что обусловлено развитием новых маршрутов, прежде всего требующих закупки наиболее дорогих дальнемагистральных самолетов. В 2011 г. компания закупила 17 воздушных судов, из которых 10 являются дальнемагистральными, а также заключила соглашения на поставку еще 20 новых самолетов. Таким образом, в обозримом будущем (которое захватывает период обращения нового выпуска) снижение долговой нагрузки Трансаэро едва ли возможно.

Неблагоприятная структура долга. Около 60% задолженности Трансаэро – краткосрочная, и, таким образом, в 4 кв. 2011 г. – 3 кв. 2012 г. компании предстоит погасить 469 млн долл. (без учета лизинговых платежей). На балансе у Трансаэро числятся денежные средства в размере 33 млн долл., а также краткосрочные финансовые вложения объемом порядка 155 млн долл.. Однако эти средства находятся на счетах компании в банках-кредиторах, и потому мы полагаем, что они будут в первую очередь направлены на погашение долга перед банками, а не перед держателями облигаций. Кредиторами Трансаэро являются практически все крупнейшие российские банки (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ, Промсвязьбанк, НОМОС-банк), а также ряд банков среднего размера. Вопрос рефинансирования задолженности будет стоять перед компанией особенно остро, поскольку на операционном уровне она в последние годы убыточна (насколько можно судить по отчетности по РСБУ), что усугубляется значительными капитальными затратами. Как следствие, денежные потоки перевозчика отрицательны и в обозримом будущем едва ли выйдут в положительную зону (из-за необходимости закупать новые самолеты). Таким образом, Трансаэро не сможет использовать собственные средства для погашения задолженности, и мы полагаем, что компании придется прибегать к новым заимствованиям.

Компания уступает Аэрофлоту по финансовым метрикам. Мы считаем наиболее близким конкурентом Трансаэро Аэрофлот – как с точки зрения бизнес-модели, так и по масштабам деятельности. Трансаэро – единственная, помимо Аэрофлота, российская компания, маршрутная сеть которой представлена большим числом регулярных маршрутов практически во всех регионах мира. Третья по величине российская авиакомпания «S7» уступает Трансаэро по размеру выручки практически вдвое. Если сравнивать финансовые показатели Аэрофлота и Трансаэро, то последняя уступает государственному перевозчику в 1,8 раза по размеру выручки и в 4,2 раза по размеру EBITDA, что предполагает значительно более низкие показатели рентабельности у Трансаэро (7,3% против 16,7%). В то же время следует отметить, что в настоящее время порядка одной трети EBITDA Аэрофлота формируется за счет роялти, которые будут отменены со вступлением России в ВТО, а кроме того, рентабельность Аэрофлота пострадает от консолидации убыточных активов Ростехнологий, приобретенных в 4 кв. 2011 г. Таким образом, в скором времени можно ожидать сближения уровня рентабельности обеих компаний. Возможности ее повышения у компании ограничены, поскольку порядка 40% издержек приходится на авиатопливо, стоимость которого контролировать практически невозможно, а хеджировать дорого. С точки зрения долговой нагрузки и ликвидности баланса существенное преимущество также на стороне Аэрофлота (см. таблицу ниже).

Трансаэро значительно уступает Аэрофлоту по финансовым метрикам

Ключевые финансовые показатели Трансаэро и Аэрофлота, млн долл.

	2009	2010	9 мес. 11	2009	2010	9 мес. 11
	Аэрофлот, МСФО			Трансаэро, РСБУ		
Выручка	3 346	4 319	3 919	1 217	2 003	2 150
EBITDA	423	684	653	124	114	156
Чистая прибыль	86	253	384	12	19	18
Чистый опер. ден. поток	229	739	514	(14)	(163)	
Капитальные затраты	(383)	(130)	(474)	(24)	(311)	
Свободный денежный поток	(154)	609	40	(38)	(474)	
Совокупный долг	1 712	2 047	2 212	405	616	776
Краткосрочный долг	268	166	260	217	374	469
Денежные средства	121	660	545	7	34	33
Чистый долг	1 591	1 387	1 667	399	582	743
Собственный капитал	1 006	1 155	1 317	(11)	47	61
Активы	4 021	4 526	4 809	875	1 420	2 062
Коэффициенты						
Рентабельность EBITDA, %	12,6	15,8	16,7	10,2	5,7	7,3
EBITDA/Проц.расх.	10,3	4,9	3,5	2,7	2,0	2,8
Долг/EBITDA	4,0	3,0	2,9	3,1	5,4	6,2
Чистый долг/EBITDA	3,8	2,0	2,2	3,0	5,1	5,9
Долг/Собственный капитал	1,7	1,8	1,7	отриц.	13,2	12,8

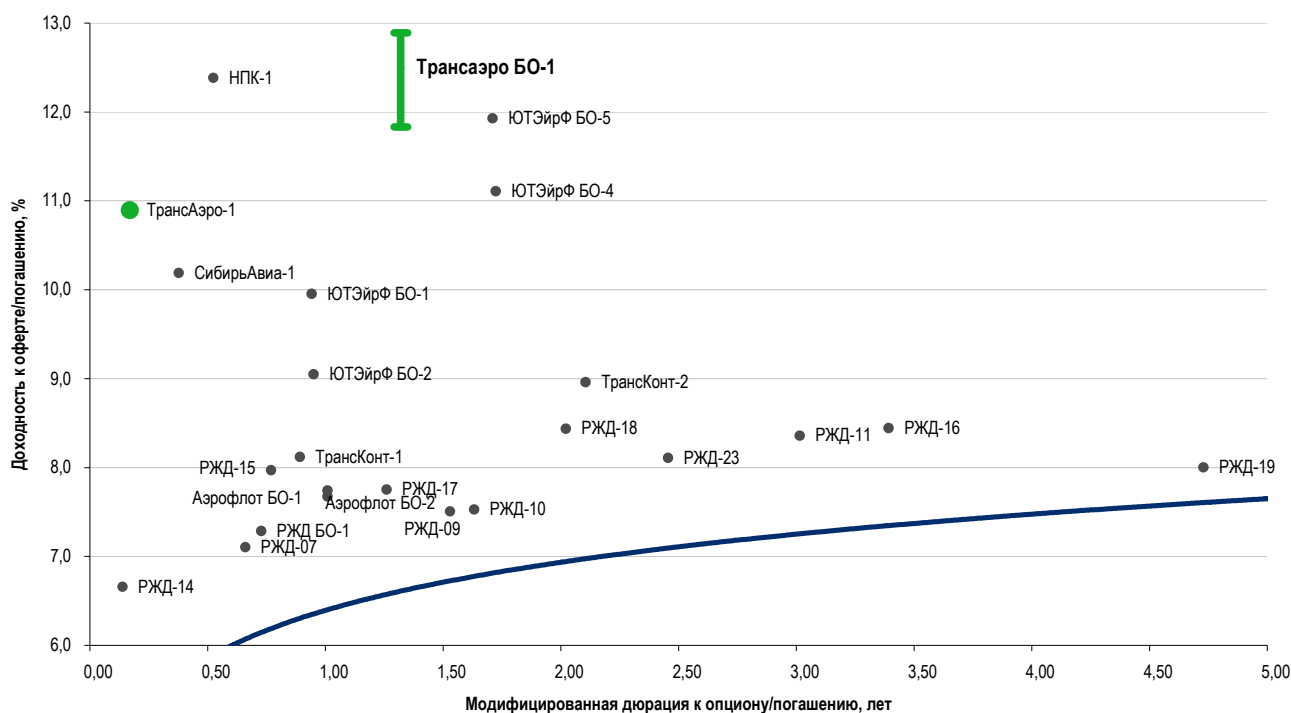
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Подведем итоги. К сильным сторонам компании мы относим ее прочные позиции на российском рынке авиаперевозок, значительную долю рынка, хорошо налаженные связи с крупнейшими банками страны. Среди отрицательных факторов назовем высокую долговую нагрузку, неблагоприятную структуру долга, низкую рентабельность и сильную зависимость от цен на авиатопливо, которые за последний год выросли более чем вдвое. В то же время мы считаем довольно высокой вероятностью предоставления Трансаэро господдержки, в том числе посредством кредитования через госбанки (хотя эта вероятность ниже, чем в случае Аэрофлота), несмотря на отсутствие в числе акционеров компании государства, поскольку приостановление ее деятельности, на наш взгляд, нанесет существенный урон российскому рынку авиаперевозок.

Предложение может представлять интерес ближе к середине предложенного диапазона. Находящийся в обращении выпуск эмитента ТрансАэро-1 (УТР 10,9% на 2,5 мес.), хотя и довольно ликвидный, однако слишком короткий, чтобы служить адекватным ориентиром для определения справедливой доходности нового выпуска. Это в равной степени относится и к выпуску СибирьАвиа-1. Что касается близких по дюрации к размещаемому выпуску облигаций ЮТэйра, то последние крайне неликвидны и нередко котируются со слишком широкими bid-ask спредами, так что и на них ориентироваться довольно сложно. Последним из действительно рыночных размещений эмитентов третьего эшелона стал выпуск Уралсиб ЛК БО-05, торгуемый сейчас с доходностью 11,8%. При этом ЛК УРАЛСИБ имеет кредитный рейтинг на уровне «BB-», что открывает облигациям компании пусть в ломбардный список и котировальный список «А1», тогда как выпуски Трансаэро туда попасть не смогут. По нашему мнению, премия за «неломбардность» должна составлять не менее 50–70 б.п., что дает справедливый уровень доходности на уровне 12,3–12,5%. Ориентир по доходности находится в диапазоне 11,83–12,89% (530–635 б.п. к кривой ОФЗ), что делает выпуск привлекательным лишь в верхней половине диапазона.

Предложение может быть привлекательно ближе к середине предложенного диапазона

Облигации компаний транспортного сектора по состоянию на 17 февраля 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, halit@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012