

Специальный комментарий

Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций

- ☛ В ближайшие два месяца активность на рынке облигаций заметно спадет, поэтому текущий момент можно рассматривать как подходящий для покупок бумаг для более длительного удержания в портфеле.
- ☛ Среди бумаг эмитентов третьего эшелона есть ряд представителей, предлагающих высокую доходность при приемлемом уровне кредитного риска и высокой ликвидности на вторичном рынке. В данном контексте мы выделяем кредитные профили шести компаний: **Аптечной сети 36.6**, **Интуриста**, **Трансаэро**, **Авиакомпания Сибирь**, **Мособлгаза** и **Стройтрансгаза**.
- ☛ Практически ни одна из рассмотренных нами компаний не имеет достаточной степени информационного раскрытия, в лучшем случае инвесторам доступна не слишком релевантная отчетность по РСБУ.
- ☛ Наиболее привлекательную доходность предлагают облигации **Аптечной сети 36.6**, кредитные риски которой крайне высоки, но риск для публичных кредиторов нивелируется за счет небольшого объема бумаг в обращении и их скорого погашения.
- ☛ Сравнительно невысокие риски имеют бумаги **Интуриста**, чье кредитное качество обеспечивается репутационной составляющей от аффилированности с АФК «Системой», которая не допустит дефолта одной из своих «дочек».
- ☛ Из бумаг авиаперевозчиков, **Авиакомпания Сибирь** и **Трансаэро**, мы предпочитаем бонды последней, из-за их более высокой ликвидности и цены, которая гораздо ближе к номиналу, чем в случае бумаг Авиакомпания Сибирь.
- ☛ Бумаги **Мособлгаза** предлагают очень высокую доходность в абсолютном выражении, которая компенсируется совершенной непрозрачностью ГУП Мособлгаз.
- ☛ Кредитное качество **Стройтрансгаза** поддерживается его сильной структурой акционеров, однако низкая информационная прозрачность и «уход» крупных заказчиков к конкурентам существенно повышают риски инвестиций в бумаги компании.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

ВВЕДЕНИЕ

Период с середины декабря до начала февраля – это время традиционного затишья на долговых рынках, связанного с рождественскими праздниками в США и Великобритании и длинными новогодними праздниками в России. Для этого периода характерны очень невысокие обороты даже на рынке ОФЗ и единичные сделки в корпоративном секторе. Как нам кажется, привлекательной стратегией для инвесторов, имеющих разумный аппетит за пределами 1-го и 2-го эшелона, выглядят инвестиции с диапазоном около 5-8 месяцев в бумаги с доходностью не менее 12% годовых.

Все рассматриваемые в данном обзоре облигации были выпущены эмитентами третьего эшелона, однако, несмотря на это, они остаются сравнительно ликвидными. Дюрация менее 8 месяцев и следующие из этого сравнительно невысокие рыночные риски делают такие бумаги привлекательным объектом инвестирования для тех инвесторов, которые заинтересованы в высокой абсолютной доходности, но не планируют в ближайшие 2-3 месяца вносить значительные изменения в свой портфель.

Из-за того, что все рассматриваемые компании относятся к третьему эшелону, уровень раскрытия информации в них очень неоднороден, а непосредственное сравнение кредитного качества невозможно. Поэтому целью данного обзора является рассмотрение кредитных рисков этих компаний и их способности расплачиваться по публичным долгам в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

ТАБЛИЦА 1. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ВЫПУСКОВ

Выпуск	Отрасль	Объем выпуска, млн.	Цена ask	Дюрация, лет	YTW, %
Аптеки 36.6-2	ритейл	800	100.5%	0.34	17.0%
Интурист-2	ритейл	2000	99.7%	0.44	15.8%
Трансаэро	транспорт	3000	100.0%	0.36	12.1%
Сибирь-1	транспорт	2300	103.9%	0.55	14.3%
СтройТрансГаз-2	строительство	5000	97.4%	0.52	13.8%
МосОлбГаз Финанс-2	транспортировка газа	1200	97.0%	0.50	16.4%

Источник: НБ «Траст»

АПТЕЧНАЯ СЕТЬ 36.6

Аптеки 36.6 предлагают наилучший уровень информационного раскрытия: компания регулярно публикует консолидированную отчетность по МСФО, а также проводит телеконференции, в ходе которых озвучивает планы по среднесрочной стратегии развития. Это позволяет сравнительно оперативно отслеживать финансовое состояние компании.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

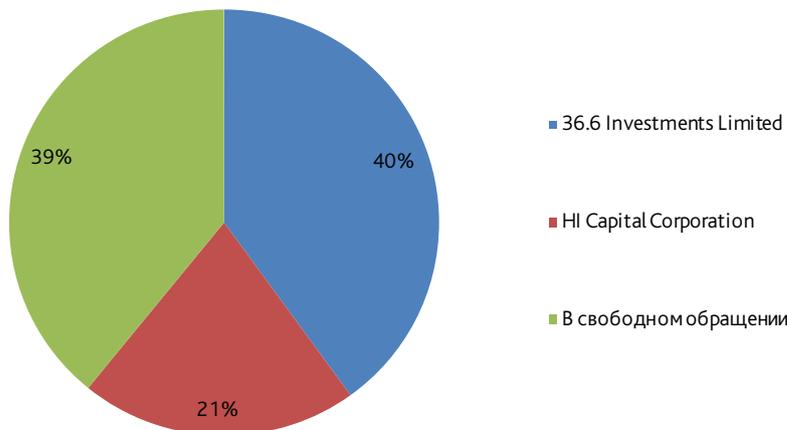
Основное направление бизнеса Аптечной сети 36.6 – розничная торговля фармацевтическими товарами. Компания также владеет контрольной долей в крупном российском фармпроизводителе Верофарм, который производит дженерики (аналоги патентованных лекарственных препаратов), противораковые лекарства, а также медицинские пластиры. Розничная сеть Аптек 36.6 насчитывает чуть менее 1000 аптек среднего формата, годовая выручка компании в 2010 г. составила около RUB20.4 млрд. при рентабельности по EBITDA в 8.5%.

Основные бенефициары Аптечной сети 36.6 – Артем Бектемиров и Сергей Кривошеев, владеющие на паритетных началах через офшорную компанию 36.6 Investments Limited 40% компании. Для кредитного качества Аптек 36.6 подобная структура акционерного капитала не добавляет устойчивости – в кризисной ситуации непосредственные финансовые вливания в капитал от акционеров выглядят маловероятными. Тем не менее, во время сложной реструктуризации в 2009 г. основные бенефициары предоставляли личные гарантии по кредитам, которые компания получала от банков, а это можно расценивать как определенный тип поддержки.

Кредитная история Аптечной сети 36.6 связана с дефолтом по публичным обязательствам: в 2009 г. компания не смогла расплатиться по дебютному выпуску бондов. Однако условия реструктуризации на тот момент оказались приемлемыми для большинства публичных кредиторов, поэтому почти все из них согласились обменять старый выпуск бондов на новый с увеличенным купоном (18%), амортизационной структурой и сравнительно коротким сроком погашения в 2012 г. На данный момент

реструктуризационные облигации Аптек 36.6 обслуживаются без осложнений – компания уже успешно погасила 60% от номинала этих бумаг.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА АПТЕЧНОЙ СЕТИ 36.6



Источник: данные компании, НБ «Траст»

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Бизнес Аптечной сети 36.6 состоит из двух взаимозависимых направлений: производство лекарственных препаратов и их розничная продажа. Первое направление бизнеса выглядит наиболее устойчивым с кредитной точки зрения, в то время как розничный бизнес исторически остается «слабым звеном» Аптек 36.6.

Начиная с кризисного 2009 г. розничное направление бизнеса демонстрирует негативную динамику основных операционных показателей: число аптек под управлением постоянно снижается, хотя и сравнительно невысокими темпами. За последние два года компания не смогла продемонстрировать ощутимого роста валовой выручки розничного направления бизнеса, в то время как лидеры продуктового ритейла, Магнит и X5 Retail Group, увеличивали выручку с темпом более 40% в год.

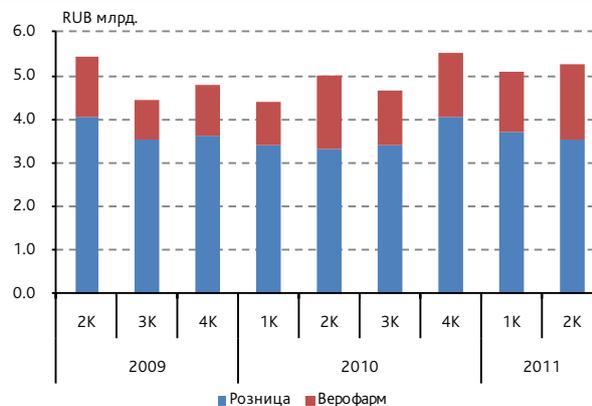
Серьезное негативное влияние на операционные показатели розничного направления бизнеса Аптечной сети 36.6 в 2010 г. оказало увеличение налогов на персонал и государственное регулирование цен на «жизненно важные лекарства», что существенно увеличило общие затраты компании и сделало ряд аптек сети глубоко нерентабельными на уровне EBITDA.

ДИАГРАММА 2. КОЛИЧЕСТВО АПТЕК ПОД УПРАВЛЕНИЕМ АПТЕЧНОЙ СЕТИ 36.6



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА ВЫРУЧКИ АПТЕЧНОЙ СЕТИ 36.6

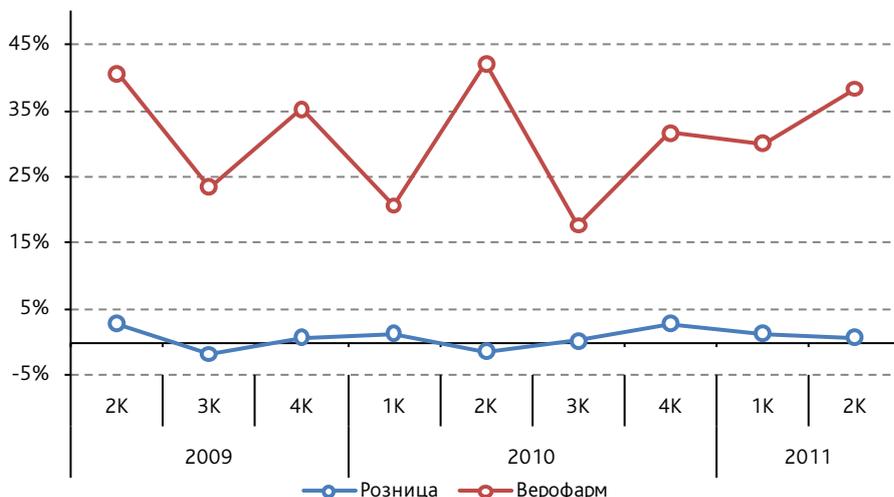


Источник: данные компании, НБ «Траст»

Контрольная доля в производителе лекарств «Верофарм», остается, пожалуй, наиболее привлекательным активом Аптечной сети 36.6 – производство имеет очень высокие

показатели рентабельности по EBITDA (на уровне 30–35%), стабильные рынки сбыта и невысокую stand-alone долговую нагрузку (на Верофарм приходится менее 10% совокупного долга Аптек 36.6). На наш взгляд, успешное функционирование Верофарма – это основная положительная черта кредитного профиля Аптек 36.6, а его положительный чистый операционный денежный поток – это одна из гарантий своевременного погашения номинала облигаций Аптек 36.6.

ДИАГРАММА 4. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA СЕГМЕНТОВ БИЗНЕСА АПТЕК 36.6



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Основной проблемой кредитного профиля Аптечной сети 36.6, на наш взгляд, является динамика ее денежных потоков: за последние два года только единожды (в 4К 2010 г.) компания смогла продемонстрировать положительный уровень чистого операционного денежного потока. Поэтому неудивительно, что даже при низком уровне капитальных затрат совокупный долг Аптечной сети 36.6 с 2009 г. увеличился почти на RUB3 млрд. (+38% к уровню конца 2009 г.). На данный момент менеджмент компании не представил явной стратегии, которая позволила бы компании в обозримой перспективе сгенерировать стабильно положительный денежный поток. Напротив, в планах компании стоит агрессивный рост за счет розничного направления бизнеса.

В ходе последней телеконференции, которая проводилась по итогам публикации полугодовой отчетности за 2011 г., менеджмент компании озвучил планы по инвестиционной программе на ближайшие 2-3 года: компания будет тратить более RUB500 млн. на открытие 200 новых аптек в год. Таким образом, развитие именно розничного сегмента бизнеса, в котором отмечаются наибольшие сложности на операционном уровне, будет основным приоритетом для компании на среднесрочную перспективу.

На наш взгляд, подобная стратегия выглядит крайне рискованной в особенности с учетом очень высокой долговой нагрузки Аптек 36.6. Подобная стратегия практически обрекает долг Аптечной сети 36.6 на дальнейший рост, причем темп этого роста будет не менее ощутимым, чем в 2009-2011 г. Учитывая крайне невысокую рентабельность по EBITDA розничного направления бизнеса компании и постепенно снижающуюся долю Верофарма в совокупных операционных показателях Аптек 36.6, консолидированная рентабельность по EBITDA будет снижаться, а долговая нагрузка, наоборот, расти опережающими темпами. Фактически на ближайшие 2–3 года публичный долговой рынок для компании будет закрыт, а единственным источником кредитных средств, по всей видимости, станет крупнейший кредитор компании, а именно Сбербанк.

При всех негативных чертах кредитного профиля Аптечной сети 36.6 мы все же отмечаем несколько сильных сторон ее кредитного профиля, которые дают определенную гарантию того, что она сможет окончательно расплатиться с публичными кредиторами:

- На рынке остается всего 40% от номинала облигаций, т.е. не более RUB800 млн. в абсолютном выражении, что не является для компании критическим объемом.
- В июне текущего года Сбербанк выделил компании кредитную линию объемом RUB4.15 млрд. – столь существенный объем средств позволит компании рефинансировать почти весь свой краткосрочный долг и профинансировать инвестиционную программу

- Активная фаза агрессивной инвестиционной программы приходится на 2012 г., т.е. уже после даты погашения оставшейся части облигаций.

ТАБЛИЦА 2. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АПТЕЧНОЙ СЕТИ 36.6

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1К 2011	1П 2011
Выручка	25.9	21.1	20.4	5.3	10.8
ЕБИТДА	0.2	1.4	1.7	0.4	1.0
Чистая прибыль	-0.9	-0.5	-0.4	0.2	-0.3
Чистый операц. денежный поток	0.3	-2.4	-1.9	-0.3	-1.2
Капвложения и М&А	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1
Свободный денежный поток	-0.3	-2.5	-2.2	-0.4	-1.3
Совокупный долг, в т.ч.	4.6	7.4	9.3	9.6	10.2
<i>краткосрочный долг</i>	<i>3.7</i>	<i>2.8</i>	<i>3.6</i>	<i>6.5</i>	<i>4.0</i>
Денежные средства и эквиваленты	0.7	0.7	1.2	0.9	0.8
Активы	17.9	17.3	18.8	19.4	19.5
Показатели					
ЕБИТDA margin	0.7%	6.5%	8.5%	8.4%	9.3%
ЕБИТDA/проценты, (x)	0.2	1.2	1.4	1.4	1.4
Долг/ЕБИТDA*, (x)	23.5	5.5	5.4	4.9	5.4
Чистый долг/ЕБИТDA*, (x)	19.8	4.9	4.7	4.4	5.0
Долг/Собственный капитал, (x)	0.9	1.6	1.9	1.9	2.3

* значение ЕБИТDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

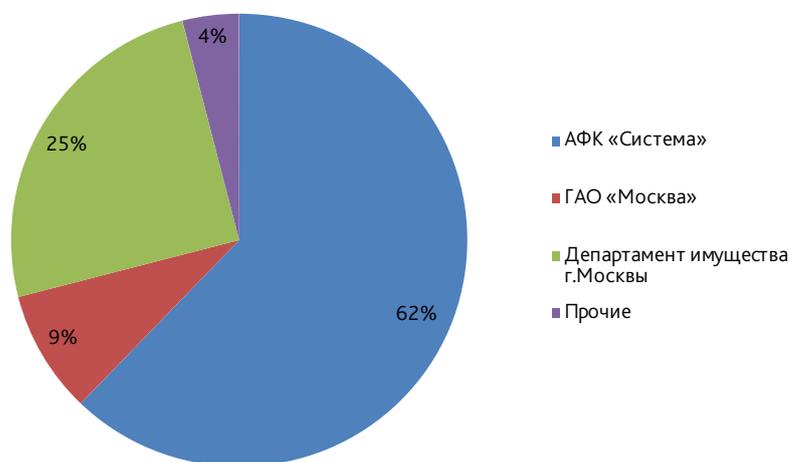
ИНТУРИСТ

Уровень раскрытия информации Интуристом во многом связан с информационной прозрачностью его основного акционера, АФК «Система». Интурист составляет отчетность по US GAAP, однако не публикует ее. Сравнительно оперативная информация о балансе компании публикуется в ежеквартальных отчетах эмитента в отчетности по РСБУ. Выборочные консолидированные данные из отчета о прибылях и убытках раскрываются в пресс-релизах АФК «Система». Именно отчетность основного акционера Интуриста и остается главным источником информации о компании.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Интурист – единственный представитель туристического бизнеса на российском рынке облигаций. До середины 2011 г. компания объединяла три направления: туроперирование, розничные продажи туров и гостиничный бизнес. Интурист владеет рядом гостиниц в Москве (Космос) и городах Золотого кольца, а также элитной гостиницей в Италии (в Порте-дей-Марми). По размеру бизнеса Интурист относится к небольшим компаниям третьего эшелона, его консолидированная выручка в 2010 г. составила чуть более USD440 млн., при рентабельности по ЕБИТDA около 3%.

ДИАГРАММА 5. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА ИНТУРИСТА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Структура акционерного капитала Интуриста – одна из наиболее сильных черт его кредитного профиля. Контролирующий акционер, АФК «Система», владеющая более 62% уставного капитала компании, – крупнейшая в России диверсифицированная корпорация с активами в телекоммуникационном (МТС), нефтяном (Башнефть), энергетическом (Башкирэнерго), а также ряде других секторов российской экономики. Консолидированная выручка Системы в 2010 г. составила более USD28 млрд., активы на конец 3К 2011 г. составили более USD43 млрд.

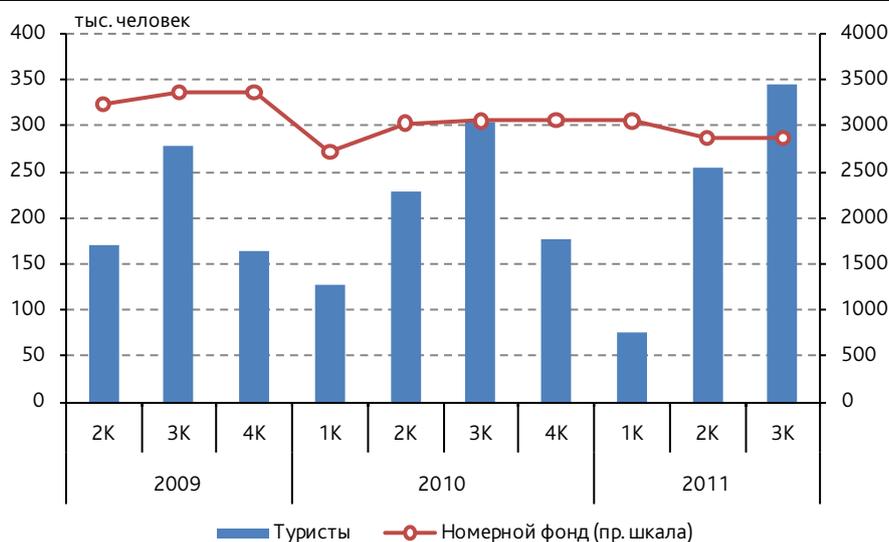
КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Интурист остается одним из крупнейших игроков российской туроператорского бизнеса и туристической розницы. В структуру компании входит ВАО «Интурист» (эмитент облигаций), основной деятельностью которого являются въездной туризм (доля Интуриста на этом рынке около 11%) и управление принадлежащими компании и арендованными гостиницами.

В июле 2011 г. компания завершила сделку с международным туристическим оператором Thomas Cook по созданию совместного предприятия. В результате Интурист передал в СП свой туроператорский бизнес и розницу и с 3К 2011 г. стал их консолидировать по методу долевого участия. Гостиничный бизнес остался на балансе ВАО «Интурист», поэтому последующие публикуемые результаты операционной деятельности, раскрываемые в комментариях к отчетности АФК «Система» будут не слишком показательны.

Операционная деятельность Интуриста подвержена фактору сезонности: в зимние месяцы выручка компании ниже, чем летом, приблизительно в два раза. Это связано преимущественно с низким развитием в России организованного внутреннего туризма, а также с существенным падением въездного и выездного туристических потоков. Подобный характер бизнеса делает финансовое состояние Интуриста неустойчивым: большую часть EBITDA компании и до выделения туроператорского и розничного направлений бизнеса в СП с Thomas Cook приходилось на гостиничное направление, однако при снижении наполняемости гостиниц (что и происходит в зимние месяцы) рентабельность по EBITDA гостиничного бизнеса резко снижается вплоть до нулевых значений.

ДИАГРАММА 6. ТУРИСТИЧЕСКИЙ ПОТОК И РАЗМЕР НОМЕРНОГО ФОНДА ИНТУРИСТА*



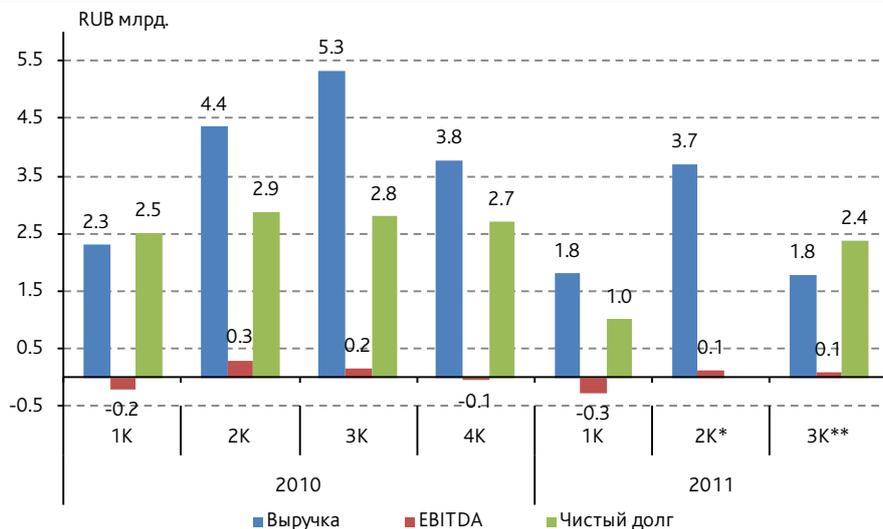
* туристический поток включает выездной, внутренний и въездной туризм
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Номерной фонд компании остается на сравнительно стабильном уровне – около или чуть менее 3000 доступных номеров. Отметим, что в конце 1К 2011 г. Интурист продал гостиницу Пекин, одну из своих московских гостиниц. Из-за этой сделки номерной фонд гостиничного направления бизнеса компании снизился почти на 200 номеров, однако Интурист снял с себя значительные обязательства по инвестициям в эту гостиницу. Балансовая сумма сделки составила около RUB1.7 млрд., однако, судя по отчетности по РСБУ за 3К 2011 г., большая часть данных средств осталась в разряде долгосрочных финансовых вложений. По заявлению компании, часть средств была направлена на погашение банковских кредитов. Вполне вероятно, что львиная доля долгосрочных вложений – это внутрикорпоративные займы структурам АФК «Система». Даже если это действительно так, на наш взгляд, в кризисной ситуации

данные средства могут быть получены от материнской структуры для рефинансирования краткосрочного долга.

Хотя во время размещения последнего выпуска рублевых облигаций компания заявляла о намерении регулярно публиковать консолидированную отчетность по US GAAP, инвесторам доступна только отчетность ВАО «Интурист», составленная по российским стандартам отчетности и некоторые цифры отчета о прибылях и убытках, раскрываемых АФК «Системой» (см. Диаграмму 7, в которой данные по выручке и EBITDA взяты из отчетности АФК «Система», а показатель чистого долга – из отчетности по РСБУ ВАО «Интурист»).

ДИАГРАММА 7. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНТУРИСТА



* в отчетности за 2K 2011 компания не раскрыла данные баланса

** данные за 3K 2011 уже включают эффект от изменения учетной политики в отношении розничного и туроператорского направлений бизнеса

Источник: данные компании, НБ «Траст»

До 2011 г. уровень долга Интуриста оставался сравнительно стабильным – на уровне RUB3 млрд., однако после продажи гостиницы Пекин компания погасила его часть. На конец 3K 2011 г. чистый долг Интуриста с учетом корректировок на краткосрочные финансовые вложения составлял около RUB2.4 млрд. На облигации приходилось RUB2 млрд., т.е. более 80% от совокупного долга компании. На наш взгляд, Интурист заинтересован оставить выпуск рублевых облигаций в рынке, поэтому в мае следующего года инвесторам с большой вероятностью будет предложена привлекательная купонная доходность на следующие два купонных периода.

При всех отрицательных чертах кредитного профиля Интуриста, мы отмечаем ряд положительных моментов, дающих определенную уверенность в способности компании исполнить обязательства по оферте в мае 2012 г.

- Очень сильный контролирующий акционер в лице АФК «Система», который в случае возникновения сложностей с обслуживанием долга будет способен оказать краткосрочную финансовую помощь;
- Наличие в портфеле активов зарубежных гостиниц, в частности элитной итальянской гостиницы в Форте-дей-Марми, которая в короткие сроки может быть продана стороннему инвестору, что позволит получить объем ликвидности, покрывающий около половины публичного долга Интуриста
- Наличие уважаемого и крупного западного партнера, Thomas Cook, хотя и испытывающего на данный момент финансовые сложности, увеличивает для Интуриста и его материнской компании репутационные риски, поэтому в стресс-сценарии исполнение обязательств перед публичными кредиторами выглядит очень важным для позитивной кредитной истории обеих компаний.

ТРАНСАЭРО И АВИАКОМПАНИЯ СИБИРЬ

Авиакомпании на российском рынке облигаций представлены сравнительно широко: Аэрофлот, ЮТэйр, Трансаэро и Сибирь имеют публичную кредитную историю в течение уже нескольких лет. Если Аэрофлот из-за своего размера бизнеса и высокой связанности с государством рассматривается инвесторами как эмитент первого

эшелона, то другие публичные эмитенты этой отрасли выглядят гораздо более уязвимыми с финансовой точки зрения. Из-за этого облигации Трансаэро и Авиакомпания Сибирь, обращающиеся сейчас на рублевом рынке предлагают привлекательную доходность на уровне от 12-13%, что может быть интересным для склонных к риску инвесторов.

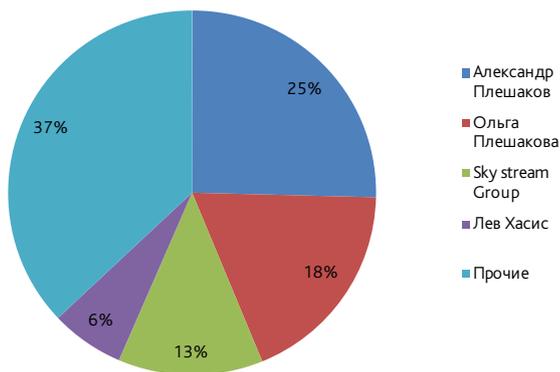
Уровень раскрытия у Трансаэро и Сибири можно считать очень близким – компании публикуют ежеквартальную отчетность по российским стандартам, не раскрывая регулярную консолидированную отчетность по МСФО или US GAAP: Трансаэро публиковало последнюю отчетность по МСФО за 2009 г.. Мы оцениваем информационную прозрачность Трансаэро несколько выше, чем прозрачность Авиакомпания Сибирь: компания регулярно раскрывает операционные показатели деятельности, а именно данные по пассажирообороту и пассажиропотоку. Это позволяет с несколько большей оперативностью отслеживать изменение операционного профиля компании.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Трансаэро и Сибирь входят в пятерку крупнейших авиакомпаний России, занимая после лидера отрасли, Аэрофлота, соответственно второе и третье место как по пассажирообороту (общее количество перевезенных пассажиров), так и по пассажиропотоку (показатель, учитывающий количество перевезенных пассажиров и совокупную дальность совершенных перелетов). Выручка Трансаэро и Сибири в 2010 г. согласно отчетности по РСБУ составила RUB61 млрд. и RUB40 млрд. при рентабельности по EBITDA 5% и 12% соответственно.

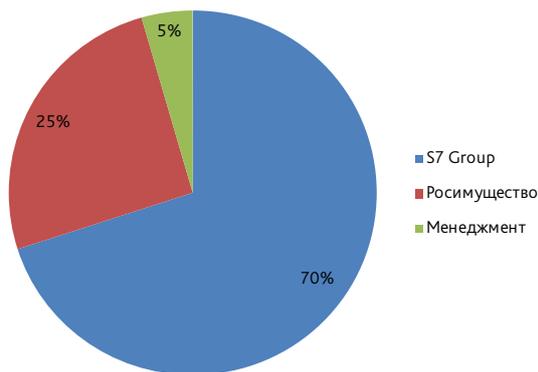
Акционерный капитал обеих компаний, на наш взгляд, не оказывает существенного положительного влияния на их кредитоспособность. В случае Трансаэро – контрольный пакет акций принадлежит менеджменту, поэтому быстрая и значительная финансовая помощь в стресс-сценарии от акционеров выглядит маловероятной. Конечными бенефициарами Авиакомпания Сибирь являются Наталья и Владислав Филевы, которые через холдинговую структуру ЗАО «Группа С7» владеют чуть более 70% авиакомпании. Мы также оцениваем вероятность масштабной помощи от основных акционеров как невысокую: в частности, во время реструктуризации облигаций в 2009 г. подобной помощи не последовало. Участие в акционерном капитале авиакомпаний Росимущества также не снижает кредитные риски компании: государство уже несколько раз безуспешно пыталось приватизировать принадлежащий ему пакет акций компании, поэтому в стресс-сценарии помощь компании от него также маловероятна.

ДИАГРАММА 8. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА ТРАНСАЭРО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА АВИАКОМПАНИИ СИБИРЬ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Отметим, что важную черту к кредитному профилю Авиакомпания Сибирь добавляет дефолт по рублевым облигациям в 2009 г. и последовавшая за ним реструктуризация. На данный момент компания успешно исполнила все ее условия, выкупив почти 85% выпуска облигаций.

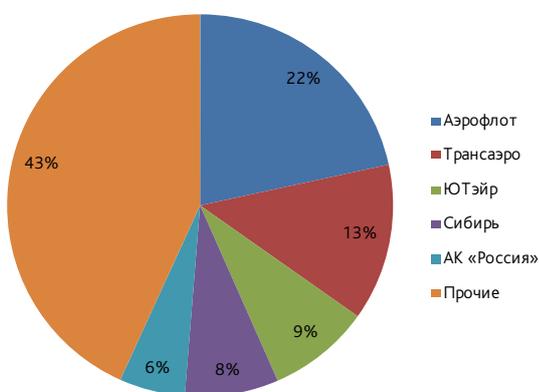
ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

Флот Трансаэро и Сибири состоит преимущественно из самолетов Boeing и Airbus. Трансаэро делает упор на дальних перелетах, поэтому основную часть его флота

составляют широкофюзеляжные лайнеры или среднемагистральные самолеты с увеличенной дальностью полета. Сибирь специализируется на более коротких перелетах, поэтому основу ее флота составляют среднемагистральные самолеты Airbus. Общее количество самолетов у Трансаэро и Авиакомпания «Сибирь» составляет 78 и 42 соответственно, однако парк самолетов первого игрока более «старый»: средний возраст судов составляет около 15 лет, тогда как аналогичной показатель у Сибири – около 9 лет. Для сравнения средний «возраст» самолетов Аэрофлота составляет 5.5 лет.

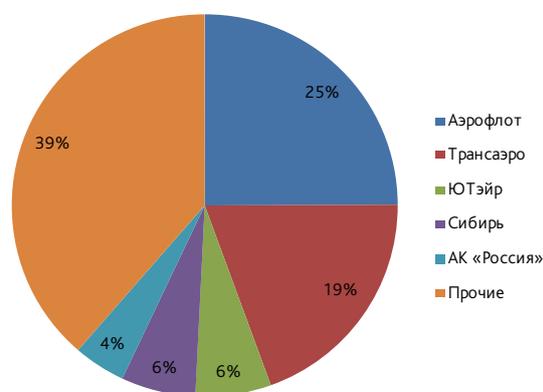
Позиции обеих авиакомпаний на российском рынке сравнительно стабильны: по пассажирообороту Трансаэро занимает 19% рынка, Сибирь – около 6%. Различие в долях по пассажирообороту, который учитывает дальность полетов, и пассажиропотоку, учитывающего только количество перевезенных пассажиров, отлично демонстрирует различия в бизнес-моделях двух авиакомпаний. Большая доля рынка по пассажирообороту у Трансаэро говорит о высокой доле дальних маршрутов в его маршрутной сети (рентабельность которых несколько выше, чем у перелетов небольшой и средней дальности).

ДИАГРАММА 10. ДОЛИ АВИАКОМПАНИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПО ПАССАЖИРОПОТОКУ ПО ИТОГАМ 10М 2011



Источник: Росавиация, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 11. ДОЛИ АВИАКОМПАНИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПО ПАССАЖИРООБОРОТУ ПО ИТОГАМ 10М 2011



Источник: Росавиация, НБ «Траст»

Согласно последней годовой отчетности по РСБУ, в которой компании раскрыли структуру себестоимости, наибольший вес в операционных затратах обеих компаний составляют расходы на обслуживание самолетов, а также расходы на топливо. На две эти статьи приходится более 65% совокупных затрат обеих компаний. Цены на авиационный керосин оказывают непосредственное влияние на рентабельность перевозок и несут основные операционные риски для авиакомпаний. В рублевом выражении цены на керосин уже превысили максимумы 2008 г., хотя в долларовом выражении они все еще приблизительно на 20% ниже исторических максимумов.

ДИАГРАММА 12. ДИНАМИКА ЦЕН НА АВИАЦИОННЫЙ КЕРОСИН В РОССИИ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Уровень цен на авиационное топливо в текущем году приблизительно на 35-40% выше, чем в предыдущем, поэтому вполне можно ожидать снижения рентабельности по EBITDA и у Трансаэро, и у Сибири. В 2010 г., а также в первых трех кварталах 2011 г. Сибирь демонстрировала более высокий уровень рентабельности по EBITDA, на 1-3 пп выше, чем Трансаэро. Однако, по нашим оценкам, по итогам всего года обе компании должны будут продемонстрировать сопоставимый уровень рентабельности – на уровне 8-10%. В пользу Трансаэро говорит его нацеленность на более длинные маршруты, а в пользу Сибири – более «молодой» парк самолетов, требующий меньших затрат на обслуживание.

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Трансаэро и Авиакомпания Сибирь не публикуют на регулярной основе консолидированную отчетность по МСФО или US GAAP, поэтому единственным доступным источником финансовой информации о компаниях является отчетность по российским стандартам. Трансаэро составляло МСФО за 2009 г., однако его соответствие отчетности по РСБУ было неполным – многие балансовые показатели, в особенности статьи, связанные с долгом, отличались практически в два раза. Учитывая этот факт, релевантность публикуемой отчетности по РСБУ вызывает серьезные вопросы.

Тем не менее, основываясь на доступных финансовых данных, долговую нагрузку Трансаэро можно оценить как очень высокую. Показатель «Чистый долг / EBITDA» по итогам 9М 2011 г. составил 5.6х – крайне опасное значение для компании циклической отрасли. Кроме того Трансаэро за последние два года увеличило совокупный долг более чем в два раза – до RUB25 млрд., из которого 60% приходится на краткосрочные кредиты и займы. Подобная структура долга ставит авиаперевозчика в уязвимое положение в случае развития стресс-сценария, а именно снижения спроса на пассажирские перевозки при одновременном росте цен на керосин.

ТАБЛИЦА 3. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСАЭРО

РСБУ, RUB млрд.	2008	2009	2010	9М 2011
Выручка	37.4	38.7	60.9	61.8
ЕБИТДА*	2.2	4.1	3.1	4.1
Чистая прибыль	0.1	0.4	0.6	0.5
Совокупный долг, в т.ч.	11.6	12.3	18.8	24.7
краткосрочный долг	7.9	6.6	11.4	15.0
Денежные средства и эквиваленты	0.3	0.2	1.0	1.0
Краткосрочные фин. вложения	0.04	0.9	2.5	4.7
Активы	22	26	43	66
Показатели				
ЕБИТДА margin	5%	11%	5%	7%
ЕБИТДА/проценты, (х)	2.7	2.7	1.7	2.5
Долг/ЕБИТДА**, (х)	5.2	3.0	6.1	7.4
Чистый долг/ЕБИТДА**, (х)	5.1	2.7	5.0	5.6
Долг/Собственный капитал, (х)	< 0	< 0	13.2	12.8

* EBITDA определяется как прибыль от продаж, скорректированная на амортизацию

** значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Несмотря на уязвимость кредитного профиля Трансаэро, мы не сомневаемся, что в апреле 2012 г. компания будет в состоянии исполнить все обязательства по облигациям. Дополнительным подтверждением этому служит ощутимый запас денежных средств на счетах компании (около RUB1 млрд.), а также значительные средства, инвестированные в краткосрочные финансовые инструменты (более RUB4.7 млрд.), поэтому совокупный объем ликвидных средств почти в два раза «перекрывает» необходимый объем выплат по рублевым облигациям.

Авиакомпания Сибирь также публикует актуальную отчетность только по российским стандартам, и ее релевантность сложно оценить – в периметр консолидации не входят активы авиакомпании «Глобус», работающей под маркой S7, и принадлежащей той же холдинговой структуре, конечным бенефициаром которой является семья Филевых.

На данный момент, размер бизнеса Сибири приблизительно в два раза уступает по масштабу бизнесу Трансаэро, однако стратегия Сибири относительно долга выглядит более консервативной. Компания удерживает абсолютное значение совокупного долга на уровне RUB10 млрд. с 2008 г. Одновременно с этим рентабельность по EBITDA Сибири постепенно снижается, что не позволяет компании снижать долговую нагрузку. Показатель «Чистый долг / EBITDA» в последние два года остается на приемлемом уровне около отметки 2.0х. Стоит также отметить, что размер краткосрочного долга

авиакомпания составляет менее 1% от совокупного долга, однако очевидно Сибирь не включает оставшуюся часть облигаций (около RUB330 млн.) в разряд краткосрочного долга, что вызывает вопросы к релевантности остальных балансовых статей публикуемой отчетности.

ТАБЛИЦА 4. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АВИАКОМПАНИИ СИБИРЬ

РСБУ, RUB млрд.	2008	2009	2010	9М 2011
Выручка	42.3	36.0	39.8	31.8
ЕВИТДА*	2.8	4.9	4.7	2.5
Чистая прибыль	0.1	0.6	0.1	0.3
Совокупный долг, вкл	10.9	9.4	10.9	10.0
краткосрочный долг	1.81	1.29	0.54	0.05
Денежные средства и эквиваленты	0.15	0.15	0.90	1.96
Краткосрочные фин. вложения	0.09	0.09	0.02	0.12
Активы	17.1	18.1	16.6	17.9
Показатели				
ЕВИТДА margin	6%	14%	12%	8%
ЕВИТДА/проценты, (x)	2.1	3.4	3.5	2.8
Долг/ЕВИТДА**, (x)	3.9	1.9	2.3	2.5
Чистый долг/ЕВИТДА**, (x)	3.8	1.9	2.1	2.0
Долг/Собственный капитал, (x)	37.2	11.1	23.0	8.7

*ЕВИТДА определяется как прибыль от продаж, скорректированная на амортизацию

** значение ЕВИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

На наш взгляд, невысокая долговая нагрузка является одной из наиболее существенных положительных черт кредитного профиля Авиакомпания Сибирь. Кроме того, мы отмечаем значительный объем денежных средств на счетах Сибири – RUB2 млрд., который существенно превышает объем оставшихся в обращении облигаций. Кроме того, Сибирь имеет тесные связи с Альфа-Банком, являющимся ее главным кредитором: общий объем задолженности перед этим банком на конец 2011 г. – около RUB9 млрд. В октябре текущего года появлялись сведения о намерении авиакомпании заключить с этим банком еще один кредитный договор на сумму более RUB6.5 млрд. Все эти факты для нас являются весомым аргументом, подтверждающим нашу уверенность в способности Сибири расплатиться с публичными кредиторами в мае 2012 г.

Кредитное качество обеих авиакомпаний мы считаем очень схожим, они, без сомнения, в состоянии исполнить обязательства по публичным займам в 2012 г. Однако сравнивая рублевые облигации Трансаэро и Авиакомпания Сибирь, мы отдаем предпочтение бумагам первого эмитента. В основе этого лежат несколько ключевых моментов.

- Трансаэро де-факто более крупный перевозчик, специализирующийся на прибыльных дальнемагистральных маршрутах;
- Основной кредитор Сибири – Альфа-Банк, на который приходится почти 90% всего кредитного портфеля компании, тогда как база кредиторов Трансаэро гораздо более диверсифицирована. Это дает Трансаэро большие возможности для привлечения новых кредитов для рефинансирования рублевых облигаций.
- Большой объем в обращении облигаций Трансаэро около RUB3 млрд. по номиналу против RUB330 млн. – у бумаг Сибири, гарантирует их большую ликвидность.
- Однако главное преимущество облигаций Трансаэро – это их цена, которая находится вблизи 100% или несколько ниже этой отметки. Это гарантирует низкие рыночные риски этих бондов, что очень важно в текущих рыночных условиях для защитного актива. Цена облигаций Сибири находится около отметки 104%, но благодаря высокому купону 18% доходность к погашению сопоставима с доходностью долговых бумаг Трансаэро.

МОСОБЛГАЗ

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Мособлгаз управляет газораспределительными сетями Московской Области и реализует газ потребителям, являясь региональной естественной монополией. Закупка газа у производителей и продажи потребителям происходят на основе тарифной сетки,

устанавливаемой Федеральной Службой по Тарифам. Разница в тарифах на закупку и продажу отражает плату за транспортировку газа и формирует доход предприятия

Мособлгаз имеет форму ГУПа и управляет собственностью на основе права хозяйственного ведения. 100% собственником предприятия является правительство Московской Области. Номинальный эмитент облигаций - компания Мособлгаз-Финанс - был специально создан для целей размещения. Мособлгаз при этом выступает поручителем по облигациям.

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Мособлгаз, не являясь номинальным эмитентом облигаций, не обязан раскрывать финансовую отчетность и публиковать ежеквартальные отчеты. Из-за этого доступная информация по компании является крайне скудной и позволяет сформировать лишь очень ограниченное представление о кредитном профиле.

Тем не менее, исходя из информации, представленной на сайте предприятия, операционные показатели являются достаточно сильными. Так, объем транспортировки газа по газораспределительным сетям и трубопроводам составил в 2010 г. 13.7 млрд. куб. м.: для сравнения весь объем газа, реализованный на внутреннем рынке в 2010 г., составил примерно 350 млрд. куб. м. Выручка от оказания регулируемых услуг была на уровне RUB7 млрд. при себестоимости в RUB5.7 млрд. Валовая прибыль, скорректированная на амортизацию, достигла RUB1.6 млрд.

Данные по 2011 г. и 2012 г., которые, видимо, заложены в бюджете, демонстрируют рост как в натуральном, так и в стоимостном выражении. В силу таких особенностей бизнеса, как тарифное регулирование и монопольное положение на рынке, мы считаем, что предприятию вполне по силам показать заложенный рост (см. таблицу 5). Предпосылок к сокращению потребления газа в Московском регионе мы не видим, а стабильное повышение тарифов, как показывает опыт прошлых лет, происходит регулярно. В определенной степени, положительная динамика, однако, будет сдерживаться инфляционным ростом издержек.

ТАБЛИЦА 5. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МОСОБЛГАЗА*

RUB млн.	2010	2011	2012
Транспортировка газа по газораспределительным сетям			
Объем (млн. куб. м.)	13,107	16,199	н.д.
Выручка	6,957	8,460	н.д.
Себестоимость, в т.ч.	5,677	6,797	н.д.
амортизация	275	253	н.д.
Валовая прибыль	1,279	1,662	н.д.
Транспортировка газа по трубопроводам			
Объем (млн. куб. м.)	633	570	710
Выручка	97	87	109
Себестоимость, в т.ч.	39	42	48
амортизация	4	6	6
Валовая прибыль	58	46	61

* исходя их информации представленной на сайте компании в форме таблиц
Источник: данные компании

Ввиду отсутствия данных по капитальным затратам, финансовым расходам и балансовым показателям надежно оценить степень покрытия долга денежными потоками не представляется возможным. Единственный вывод, который, на наш взгляд, можно сделать в данной ситуации, состоит в том, что объем погашений по облигациям выглядит достаточно умеренным на фоне операционных показателей. Заем в RUB1.2 млрд., подлежащий погашению в мае 2012 г., составляет примерно $\frac{3}{4}$ от валовой прибыли за 2010 г.

Если рассматривать кредитоспособность Мособлгаза через призму государственного владения, то, на наш взгляд, нужно выделить два момента. С одной стороны, статус государственной компании дает возможность претендовать на прямую помощь от государства и может способствовать получению необходимого финансирования. С другой стороны, возможно перекрестное субсидирование одних государственных компаний за счет других, особенно в сложных экономических условиях. Кроме того, кредитная история Московской области (владельца Мособлгаза) является совсем не безупречной. В частности, в кризис 2008-2009 гг. допускался дефолт ряда государственных компаний региона. Впрочем, такое развитие событий кажется нам маловероятным, допущение дефолтов по инфраструктурным компаниям не слишком желательно в выборный год. Так что мы, скорее, положительно относимся к государственному статусу предприятия.

В целом мы отвечаем, что Мособлгаз имеет неплохие операционные показатели относительно объема погашения облигаций, однако акцентируем внимание инвесторов на рисках связанных с высокой степенью закрытости предприятия, и невысокой вероятностью возможных неблагоприятных действий со стороны основного владельца. На наш взгляд, кредитные риски ГУП «Мособлгаз» на сроке 6 месяцев не столь значительны, поэтому эффективную доходность коротких облигаций Мособлгаз-Финанс в 16% годовых и выше (по сделкам в 1-ой половине декабря 2011 г.) мы считаем избыточной. Бонд компании не очень ликвиден, и, например, на предпоследней неделе декабря 2011 г. рыночные заказы на покупку и продажу пропали. При их появлении мы рекомендуем инвесторам с высоким аппетитом к риску покупать бумаги Мособлгаза вплоть до доходности 13.5-14% и предъявлять облигации к погашению.

СТРОЙТРАНСГАЗ

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Стройтрансгаз – крупная частная строительная компания, которая занимается разработкой и возведением промышленных и инфраструктурных объектов в топливно-энергетическом комплексе и других отраслях. В частности, компания участвовала в строительстве магистральных нефтепроводов ВСТО-2 и БТС-2. Ранее Стройтрансгаз являлся одним из основных подрядчиков Газпрома, однако, насколько известно сейчас, компании прекратили сотрудничество.

Основным акционером Стройтрансгаза является Геннадий Тимченко, владеющий 80%-ой долей в компании. 20% акций принадлежит Газпромбанку.

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Стройтрансгаз не выпускает отчетность по международным стандартам, и единственным источником финансовой информации является ежеквартальный отчет по РСБУ. За 9М 2011 г. EBITDA и чистая прибыль составили RUB0.6 млрд. и RUB0.2 млрд. соответственно. Краткосрочная задолженность находилась на уровне RUB11.5 млрд., из которой RUB5 млрд. – облигации Стройтрансгаз-2. У компании нет большой подушки ликвидности в денежных средствах, однако есть материальная сумма по статье «финансовые вложения», которая, не исключено, будет использована для пополнения ликвидности.

ТАБЛИЦА 6. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СТРОЙТРАНСГАЗА

РСБУ, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011
Выручка	22.9	32.9	27.9
ЕБИТДА*	-1.9	-1.9	0.6
Чистая прибыль	-4.6	-4.7	0.2
Чистый операц. денежный поток	н.д.	н.д.	н.д.
Капвложения и М&А	н.д.	н.д.	н.д.
Свободный денежный поток	н.д.	н.д.	н.д.
Совокупный долг, в т.ч.	34.9	28.8	35.8
краткосрочный долг	10.2	1.2	11.6
Денежные средства и эквиваленты	1.8	3.1	0.8
Активы	65.5	73.6	66.4

* EBITDA определяется как прибыль от продаж, скорректированная на амортизацию
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Тем не менее наиболее вероятно, что короткий долг Стройтрансгаза будет рефинансироваться банковскими кредитами. При этом проблем с рефинансированием мы не ожидаем по двум причинам:

Во-первых, Стройтрансгаз принадлежит влиятельным акционерам. Газпромбанк, являясь одним из крупнейших кредиторов компании, на наш взгляд, будет предоставлять дополнительное финансирование в случае необходимости. Основной бенефициар благодаря своему влиянию также может способствовать привлечению необходимых средств.

Во-вторых, как видно из операционных показателей, компания постепенно улучшает результаты своей деятельности, что создает больше предпосылок для погашения займов за счет собственных средств компании. Отчетность по РСБУ не позволяет адекватно оценить реальные денежные потоки компании, однако одно лишь управление рабочим капиталом Стройтрансгаза таит большие резервы. Так, дебиторская задолженность эмитента близка к RUB30 млрд., а кредиторская

задолженность в случае необходимости могла бы быть чуть увеличена, так как сейчас она почти в 1.7 раза ниже (RUB20 млрд.), чем в предыдущий год.

Несколько лет чистых убытков привели к размыванию собственного капитала компании, поэтому с точки зрения формальных критериев ее долговая нагрузка велика (долг равен RUB35.9 млрд. при капитале всего в RUB3.4 млрд.). Тем не менее мы считаем, что риски непрозрачности и высокой долговой нагрузки компенсируются акционерным участием и коротким сроком рекомендуемого инструмента.

6-месячные облигации Стройтрансгаза, несмотря на свой «неломбардный» статус, обладают приемлемой ликвидностью и могут быть куплены на открытом рынке с доходностью выше 13.5%. Мы считаем, что это неплохая доходность для данного вида риска на столь небольшой срок.

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.