

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## ОАО «КД авиа»: первые итоги работы хаба

Ключевыми событиями 1 полугодия 2007 года для ОАО «КД авиа» стали ввод в эксплуатацию первой очереди пассажирского терминала (рыночная оценка основных средств с учетом первой очереди без НДС – 5.2 млрд. руб.) и запуск хабовой системы в целом, а также оплата дополнительной эмиссии акций, в результате чего УК компании вырос в 4.6 раза до 895.9 млн. руб.

Наталья Толстошеина  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)

В то же время, финансирование строительных работ, а также некоторых операционных расходов осуществляется за счет заемных средств, что обуславливает рост финансового долга ОАО «КД авиа»: с 1 млрд. руб. до 2.6 млрд. руб. в 1 полугодии 2007 года. На наш взгляд, основными рисками компании остается высокий уровень относительной долговой нагрузки, а также зависимость от проекта хаба, что находит отражение в доходности облигаций компании, составляющей более 13.5%.

14 июня 2007 года ОАО «КД авиа» ввел в эксплуатацию первую очередь нового пассажирского терминала площадью 12.4 тыс. кв. м. В отчетности РСБУ терминал учтен по себестоимости, в результате объем основных средств, находящихся на балансе ОАО «КД авиа», вырос в 1 полугодии 2007 года с 740.9 млн. руб. до 1.1 млрд. руб. Помимо ОС, в 1 полугодии 2007 года существенно выросла дебиторская задолженность, в результате финансирования работ по строительству второй очереди терминала, оплаты авансов за оборудование, а также авансов, связанных с запуском хаба (оплата услуг за посадку в европейских аэропортах и других аэропортовых услуг, топлива). Кроме того, в 1 полугодии существенно выросли краткосрочные финансовые вложения, что обусловлено, главным образом, одновременным внесением гарантийных депозитов по лизингу, которые возвращаются по окончании срока лизинга (через 5 лет).

В соответствии с подготовленным ООО «Центр независимой экспертизы собственности» отчетом, рыночная оценка первой очереди терминала без учета НДС составляет 2.8 млрд. руб., в т.ч. здание терминала – 2.37 млрд. руб., технологическое оборудование – 430 млн. руб. При этом, рыночная оценка всех основных средств ОАО «КД авиа», включая «старое» здание аэровокзала, авиационно-техническую базу, земельные участки в зоне аэропорта и другие объекты, по состоянию на 01.07.2007 г. без НДС составила **5.2 млрд. руб.** По сравнению с данными отчета ООО «Центр независимой экспертизы собственности» на 1.01.2007 г., **стоимость основных средств по рыночной оценке выросла на 3.1 млрд. руб.** Кроме того, ООО «Центр независимой экспертизы собственности» провело рыночную оценку акций ОАО «КД авиа», составившую на 1.07.2007 г. **6.4 млрд. руб.**

В 1 половине 2007 года с целью увеличения УК ОАО «КД авиа» осуществило дополнительную эмиссию акций в размере 787.8 млн. руб., 88.7% от номинальной стоимости которой (699 млн. руб.) было оплачено основным акционером. В отчетности на 1.07.07 данная сумма (704.8 млн. руб.) отражена по строке 625 «Прочие кредиторы», поскольку отчет об итогах дополнительного выпуска акций Отчет об итогах дополнительного выпуска акций еще не был зарегистрирован в ФСФР (регистрация прошла 21 августа). Таким образом, **уставный капитал ОАО «КД авиа» вырос с 196.9 млн. руб. до 895.9 млн. руб.**, при этом доля основного акционера (председателя совета директоров Грищенко Сергея Евгеньевича) в УК ОАО «КД авиа» увеличилась с 90% до 97%.

С 15 июня калининградский авиаперевозчик начал осуществлять полеты по узловой системе авиаперевозок из 10 российских городов (Москва, Санкт-Петербург, Самара, Омск, Казань, Нижний Новгород, Волгоград, Тюмень, Челябинск, Уфа), Астаны в любой из 14 городов Европы (Лондон, Амстердам,

### Рыночная оценка основных средств ОАО «КД авиа» по состоянию на 1.07.2007 г. без учета НДС

Объект оценки	Рыночная стоимость, млн. руб.
Здания, в т.ч.	4156
Здание нового терминала	2780
Аэровокзал	717
Авиационно-техническая база	358
Международный сектор	100
Ангар для самолета, гараж, теплая автостоянка, здание наземных служб	110
Земельные участки в зоне аэропорта общей площадью 22.3 га и правом аренды на 49 лет	485
Транспортные средства	278
Машины и оборудование	207
Прочее	75,8
<b>ИТОГО</b>	<b>5201,8</b>

Источник: Отчетность компании

Гамбург, Дюссельдорф, Ганновер, Берлин, Брюссель, Прага, Мюнхен, Милан, Барселона, Рим, Афины, Киев) с пересадкой в Калининграде, а также в обратных направлениях. В настоящее время в хабовой системе задействованы 12 самолетов ОАО «КД авиа», 9 из которых выполняют рейсы, а 3 – находятся в резерве, что соответствует требованиям резервирования для регулярных авиаперевозчиков. Самолеты из городов России в Калининград и в обратном направлении летают с частотой 4-7 раз в неделю, из Калининграда в Европу и обратно – 4-5 раз в неделю. 13-тый самолет ОАО «КД авиа», прибывший в аэропорт Храброво 15 августа 2007 года, выполняет регулярные полеты по маршруту Калининград-Москва с частотой 2 раза в день и Калининград-Санкт-Петербург с частотой 1 раз в день. При этом 14-тый самолет, прибывший в аэропорт 26 августа, будет выполнять рейсы по системе хаба.

До запуска хабовой системы авиаперевозок, порядка 50% доходов компания получала от чартерных рейсов, загрузка в которых достигает 100%. Несмотря на отказ от чартерной системы перевозок, компания ожидает рост денежных потоков и нормы прибыли, чему будет способствовать гораздо более высокие доходы, которые авиакомпания генерирует с одного пассажира при осуществлении хабовых перевозок.

По итогам первого полного месяца работы хаба (июль), средний уровень загрузки самолетов составил 60%, при этом в августе процент занятости пассажирских кресел варьировался в пределах 60%-65%. В целом, процент загрузки бортов соответствует ожиданиям менеджмента ОАО «КД авиа».

Первые результаты работы хабовой системы подтверждают востребованность предоставляемых компанией услуг в российских городах - «миллионниках», в т.ч. ввиду меньших временных затрат, более высокой по сравнению с другими авиакомпаниями частотой, гибкой системы тарифов и удобного времени вылета. Так, в настоящее время отсутствуют направления с низким пассажиропотоком. В то же время, существуют особо популярные рейсы, среди которых выделяются перелеты из Омска в Германию, из всех городов России в Барселону, где процент занятости кресел составляет порядка 75%.

Осенью 2007 года ожидается прибытие пяти самолетов Boeing 737-300. В результате, к концу года парк ОАО «КД авиа» будет сформирован из 19 самолетов, что позволит довести частоту полетов по всем направлениям хабовой системы до ежедневной.

После запуска первой очереди терминала, ОАО «КД авиа», приступил к строительству второй очереди площадью порядка 14 тыс. кв. м. Общая площадь нового здания и «старого» аэровокзала составит 34 тыс. кв. м. Окончание строительства запланировано на конец 2008 года. К этому времени, ОАО «КД авиа» планирует увеличить самолетный парк до 25 воздушных судов, расширить географию полетов и увеличить частоту самых популярных рейсов.

В 1 полугодии 2007 года по сравнению с аналогичным периодом 2006 года на фоне роста пассажирооборота на 16% до 606.2 млн. пкм и увеличения цен на авиабилеты, выручка ОАО «КД авиа» выросла на 60.9% до 1.6 млрд. руб. Операционная прибыль за аналогичный период увеличилась в 3.4 раза до 70.3 млн. руб., обеспечив рентабельность продаж на уровне 4.3%. В среднесрочной перспективе менеджмент ожидает увеличение нормы прибыли, чему будет способствовать увеличение загрузки рейсов по мере «раскрутки» хабовой системы, рост доходов от предоставления различных услуг (аэровокзальный, пассажирский сбор, прочая аэропортовая деятельность) в связи с вводом в эксплуатацию нового терминала, а также получение доходов (начиная с 2008 года) от аренды площадей в терминале.

Несмотря на рост операционных показателей, «слабым» местом ОАО «КД авиа» остается высокая долговая нагрузка. Финансирование строительства пассажирского терминала, приобретения перронной техники, оборудования и машин, а также некоторых операционных расходов, связанных с запуском хабовой системы, в т.ч. авансов за «посадку» в европейских аэропортах и других аэропортовых услуг, топливо, осуществляется преимущественно за

График прибытия 5 самолетов Boeing 737-300 в Калининградский аэропорт «Храброво»

Порядковый номер самолета	Прибытие
15	сен.07
16	сен.07
17	октябрь 07
18	октябрь 07
19	ноябрь 07

Источник: Данные компании

## Финансы

счет земных средств. Так, в 1 полугодии 2007 года финансовый долг без учета займов от связанных сторон вырос с 1 млрд. руб. до 2.6 млрд. руб., в т.ч. за счет размещения дебютного облигационного займа, средства от которого были направлены на финансирование инвестиционной программы, пополнение оборотного капитала и рефинансирование краткосрочных кредитов, а также за счет привлечения новых кредитов. В то же время, текущих собственных денежных потоков ОАО «КД авиа» недостаточно для выполнения обязательств по кредитам и займам. Так, в 1 полугодии 2007 года процентные платежи (118.6 млн. руб.) превысили прибыль от продаж (70.3 млн. руб.). В результате, обязательства по процентным платежам ОАО «КД авиа» выполняет не только за счет доходов от текущей операционной деятельности, но также прочих доходов, получаемых основным акционером от других видов деятельности. В то же время мы отмечаем, что прирост основных средств в 1 полугодии 2007 года (3.1 млрд. руб.) практически в 2 раза превысил прирост долга (1.6 млрд. руб.). Кроме того, в среднесрочной перспективе по мере роста денежных потоков компании на фоне раскрутки хаба и получения «отдачи» от терминала в Храброво, вероятно увеличение показателей покрытия долга и процентных расходов за счет собственных денежных потоков.

По итогам 9 месяцев 2007 года ОАО «КД авиа» опубликует отчетность по МСФО. Отчетность за 9 месяцев будет включать первые результаты работы хабовой системы, при этом в МСФО-отчетности основные средства будут учтены по рыночной стоимости (на сумму 5.2 млрд. руб.).

В настоящее время облигации ОАО «КД авиа» торгуются с доходностью 13.69% к оферте 29.04.2008 г., что соответствует спреду в ОФЗ в размере 820 б.п. Более высокий уровень доходности по сравнению с торгующимися на рынке авиаперевозчиками объясняется не только разницей в масштабах бизнеса и уровне долговой нагрузки, но и премией за риск зависимости от реализуемого проекта.

#### Основные финансовые показатели ОАО «КД авиа» в 1пг2006, 2006 и 1пг2007

	1пг06	2006	1пг07
<b>Основные балансовые показатели, млн. руб.</b>			
Активы	2307,1	3212,8	5444,2
Основные средства	683,8	740,9	1122,4
Дебиторская задолженность	924,6	969,6	2160,6
КФВ	175,4	264,4	640,9
Собственный капитал	648,8	704,3	706,8
Долгосрочные кредиты и займы	403,5	453,9	1779,0
Краткосрочные кредиты и займы	656,4	1553,0	1556,7
Финансовый долг без учета займов связанных займов	896,5	988	2609,9
<i>Основные средства по рыночной оценке (без НДС)</i>	<i>1215,5</i>	<i>2097,5</i>	<i>5200,0</i>
<b>Основные показатели ОПУ, млн. руб.</b>			
Выручка	1006,3	2390,4	1618,7
Операционная прибыль	21,0	150,8	70,3
Процентные расходы	37,5	78,7	118,6
Чистая прибыль	0,2	30,9	2,5
EBITDA	54,1	152,1	142,6
<b>Расчетные финансовые показатели</b>			
Темпы роста выручки	295,6%	144,7%	60,9%
Рент-ть продаж	2,1%	6,3%	4,3%
EBITDA margin	5,4%	6,4%	8,8%
Debt/EBITDA	9,8	6,5	9,2

Источник: Отчетность компании

# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	<a href="mailto:roman.pivkov@zenit.ru">roman.pivkov@zenit.ru</a>
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
Управление продаж		<a href="mailto:sales@zenit.ru">sales@zenit.ru</a>
Начальник управления	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
Зам. начальника	Алексей Третьяков	<a href="mailto:a.tretjakov@zenit.ru">a.tretjakov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Роман Попов	<a href="mailto:r.popov@zenit.ru">r.popov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	<a href="mailto:d.eliseev@zenit.ru">d.eliseev@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	<a href="mailto:a.baranchikov@zenit.ru">a.baranchikov@zenit.ru</a>
Валютные облигации	Светлана Агиевец	<a href="mailto:s.agievets@zenit.ru">s.agievets@zenit.ru</a>
Аналитическое управление	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Яков Яковлев	<a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	<a href="mailto:o.efremova@zenit.ru">o.efremova@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	<a href="mailto:m.sulima@zenit.ru">m.sulima@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	<a href="mailto:daniil.ivanov@zenit.ru">daniil.ivanov@zenit.ru</a>
Акции	Игорь Нуждин	<a href="mailto:i.nujdin@zenit.ru">i.nujdin@zenit.ru</a>
Акции	Дмитрий Лукашов	<a href="mailto:d.lukashov@zenit.ru">d.lukashov@zenit.ru</a>
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	<a href="mailto:s.matyushin@zenit.ru">s.matyushin@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	<a href="mailto:i.kireeva@zenit.ru">i.kireeva@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
Управление организации долгового финансирования		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Начальник управления	Валерий Голованов	<a href="mailto:v.golovanov@zenit.ru">v.golovanov@zenit.ru</a>
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	<a href="mailto:a.balashov@zenit.ru">a.balashov@zenit.ru</a>
Валютные инструменты	Антон Литвяков	<a href="mailto:a.litvyakov@zenit.ru">a.litvyakov@zenit.ru</a>

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.