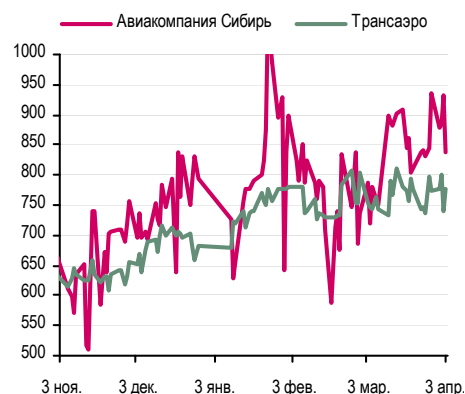


Авиакомпания Сибирь и Трансаэро Результаты за 2007 г.

- Четвертый квартал хуже для всех.** На этой неделе авиакомпании Сибирь и Трансаэро представили финансовую отчетность за 2007 г. (табл. 1-4). В соответствии с нашими прежними прогнозами (см. отчет «Облигации авиакомпаний: в верхних эшелонах» от 16 января 2008 г.), результаты четвертого квартала оказались существенно ниже показателей за январь-сентябрь, что, очевидно, связано с резким повышением цен на топливо и медленным ростом средних тарифов и выручки. Согласно нашим оценкам, операционная рентабельность Сибири в октябре-декабре оказалась в три раза ниже показателя января-сентября, тогда как авиакомпания Трансаэро зафиксировала в четвертом квартале операционный убыток. Таким образом, расширение спредов облигаций данных эмитентов отражает не только общие тенденции рынка, но и специфические характеристики кредитного качества компаний.
- Относительная стоимость: не все так очевидно.** На первый взгляд, представленные результаты дают основания предположить, что в большинстве случаев рынок неадекватно оценивал кредитные риски компании Трансаэро, спреды инструментов которой были уже по сравнению с бумагами Сибири. Тем не менее, такой вывод не является бесспорным. Повышение рентабельности EBITDA Сибири (почти вдвое по сравнению с 2006 г.) по крайней мере частично является следствием изменений в принципах учета. В прошлом году капитализировалась более значительная часть затрат (затраты на проведение техобслуживания, отчисления на тяжелые формы обслуживания, таможенные пошлины, стоимость установки дополнительного оборудования на полученных в лизинг самолетах в соответствии со специфическими российскими требованиями). Кроме того, по сравнению с 2006 г. возросла доля затрат, классифицируемых как «прочие» и исключаемых из EBITDA, что связано с внедрением новой EBS-системы Oracle (счета-фактуры, поступившие от поставщиков после 20 января, сейчас относятся на прочие расходы следующего года, а не на операционные расходы отчетного года).
- Ждем публикации результатов по МСФО.** Обе компании работают над подготовкой отчетности за 2006-2007 гг. по международным стандартам. Более прозрачные принципы учета и раскрытие информации по лизингу – необходимые условия для адекватной оценки рынком относительных рисков Сибири и Трансаэро. Мы по-прежнему ожидаем более высоких операционных показателей от компании Трансаэро, которая не так сильно подвержена конкурентному давлению, отличается более высокой топливной эффективностью за счет эксплуатации широкофюзеляжных самолетов Boeing 747 на дальнемагистральных рейсах и не имеет в своем парке старых самолетов советского производства.
- КД авиа – хуже конкурентов.** Компания КД авиа пока не представила финансовую отчетность, однако операционные данные вызывают опасения. Бизнес-модель компании с использованием аэропорта-хаба, связывающего российские регионы с Европой через Калининград, до настоящего времени не доказала свою эффективность. Коэффициент занятости кресел на регулярных международных рейсах по итогам декабря и прошлого года в целом оказался на одном и том же уровне (32%), что является тревожным сигналом и указывает на медленное наращивание объемов перевозок. Безусловно, негативные сезонные факторы четвертого квартала снижают показатели занятости в этот период по сравнению со среднегодовыми значениями, но вряд ли от КД авиа стоит ожидать впечатляющих финансовых показателей за 2007 г., даже если (с корректировкой на сезонность) коэффициент занятости кресел в декабре 2007 г. окажется ближе к 40%.

Спреды облигаций авиакомпаний к кривой доходности РФЗ, б. п.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 1. Основные финансовые показатели за 2007 г. по РСБУ

Млн руб., если не указано иное	Авиакомпания Сибирь			Трансаэро		
	2007	2006	2007 к 2006	2007	2006	2007 к 2006
Выручка	31 118.9	24 968.6	25%	20 507.0	13 629.4	50%
Операционная прибыль	8.2%	3.4%	+4.8 п. п.	1.6%	2.4%	-0.8 п. п.
Рентабельность EBITDA	9.0%	4.6%	+4.4 п. п.	3.5%	2.9%	+0.6 п. п.
EBITDA/Процентные расходы	3.5	1.8	89%	1.8	1.0	–
Долг/EBITDA	3.46	5.42	–	7.2	8.0	–

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Финансовые показатели за 2007 г. по РСБУ

Млн руб., если не указано иное	Авиакомпания Сибирь			Трансаэро		
	2007	2006	2007 к 2006	2007	2006	2007 к 2006
Выручка	31 118.9	24 968.6	25%	20 507.0	13 629.4	50%
Операционная прибыль	2 545.7	837.7	204%	319.8	322.2	-1%
Операционная рентабельность	8.2%	3.4%	+4.8 п. п.	1.6%	2.4%	-0.8 п. п.
EBITDA	2 798.7	1 139.4	146%	713.1	400.6	78%
Рентабельность EBITDA	9.0%	4.6%	+4.4 п. п.	3.5%	2.9%	+0.6 п. п.
Валовые процентные расходы	809.9	624.1	30%	395.3	387.1	2%
EBITDA/Процентные расходы	3.5	1.8	—	1.8	1.0	—
Чистая прибыль	109.8	61.1	80%	102.2	304.7	-66%
Чистая рентабельность	0.4%	0.2%	—	0.5%	2.2%	—
Совокупный долг	9 691.6	6 175.2	57%	5 137.2	3 190.3	61%
Долг/EBITDA	3.46	5.42	—	7.2	8.0	—

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Финансовые показатели за четвертый квартал и девять месяцев 2007 г.

Млн руб., если не указано иное	Авиакомпания Сибирь		Трансаэро	
	4 кв. 2007	9 мес. 2007	4 кв. 2007	9 мес. 2007
Выручка	9 002.2	22 116.7	5 594.3	14 912.7
Операционная прибыль	331.4	2 214.4	(646.3)	966.2
Операционная рентабельность	3.7%	10.0%	-11.6%	6.5%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. Основные операционные показатели

	Авиакомпания Сибирь			Трансаэро		
	2007	2006	2007 к 2006	2007	2006	2007 к 2006
Все рейсы						
Перевозка пассажиров, млн чел.	5.698	4.894	16%	3.242	2.137	52%
Пассажирооборот, млрд пкм	13.915	12.498	11%	11.759	7.792	51%
Процент занятости пассажирских кресел, %	81.0%	77.9%	+3.1 п. п.	79.5%	76.7%	+2.8 п. п.
Грузооборот, млрд ткм	1.345	1.206	11%	1.151	0.779	48%
Доля внутренних перевозок в перевозках пассажиров	63%	60%	—	15%	16%	—
Доля внутренних перевозок в пассажирообороте	58%	56%	—	17%	19%	—
Доля международных перевозок в перевозках пассажиров	37%	40%	—	85%	84%	—
Доля международных перевозок в пассажирообороте	42%	44%	—	83%	81%	—

Источник: Транспортно-клиринговая палата

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Склад

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100