

Российские авиакомпании

Результаты за первое полугодие

- Ценовые уровни.** Облигации Трансаэро и S7 Airlines (с дюрацией 0.5 года) торгуются с доходностью 17-18%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 1100-1200 б. п. Мы считаем такую оценку справедливой, но по-прежнему с осторожностью относимся к обязательствам обеих компаний в связи с возможным предложением их нового долга во втором полугодии 2008 г.
- Ситуация в отрасли.** В первом полугодии объем рынка авиаперевозок в России вырос на 21%, тогда как пассажирооборот на мировом рынке увеличился лишь на 5%. Динамика загрузки рейсов в сегменте международных перевозок была несколько лучше, чем на внутренних маршрутах. В июне темпы роста рынка замедлились до 15% к предыдущему году, но показатель загрузки рейсов вырос сильнее, чем в целом за полугодие. Все еще малоэластичный спрос существенно поддерживает ситуацию в отрасли.
- Топливо.** По данным *InfoTEK*, в январе 2008 г. средняя цена на авиационный керосин (франко завод) составляла 21 400 руб. за тонну. В июле этот показатель увеличился до 30 340 за тонну (+42% с начала года или +83% к аналогичному периоду 2007 г.). Крупнейший аэропорт страны Домодедово сообщает об аналогичной динамике цен. Перевозчики не хеджируют топливные риски, а долгосрочные контракты по-прежнему редки (договор между Трансаэро и Газпромнефтью, обеспечивающий 20% российских потребностей авиакомпании в топливе с поквартальной фиксацией цен, был подписан всего месяц назад). Меры правительства по улучшению ценовой конъюнктуры в секторе (включая более активное участие интегрированных нефтяных компаний в собственно топливо-заправочном бизнесе), а также благоприятная внешняя динамика цен должны несколько облегчить ситуацию во втором полугодии.
- Рентабельность.** Принимая во внимание фактор цен на топливо, мы ожидали, что во втором квартале рентабельность авиакомпаний снизится более существенно по сравнению с первым. По нашим оценкам, для S7 Airlines доходность увеличилась на 25% к прошлому году, а загрузка – на 0.8 п. п.; для Трансаэро эти показатели составили 13% и 2.5 п. п. соответственно. Сопоставляя эти результаты с динамикой издержек, мы склонны считать, что рентабельность S7 Airlines могла быть поддержана иными факторами, не имеющими прямого отношения к текущим операциям. Мы обеспокоены возможностью более резкого снижения рентабельности в отчетности в третьем квартале из-за лага, с которым рыночная цена топлива влияет на издержки компании. К счастью для российских перевозчиков, основной всплеск цен на керосин произошел в разгар сезона.
- Флот.** Трансаэро получает наибольшее преимущество от нулевой ставки таможенной пошлины на широкофюзеляжные суда, введенной с февраля: с начала года компания увеличила свой флот на один B777, два B747 и четыре B767 (до конца 2008 г. планируется добавить еще три B777); основным партнером Трансаэро остается ВТБ-Лизинг. Мы не располагаем информацией о том, приобретала ли компания в этом году самолеты в собственность – насколько нам известно, два договора финансового лизинга закончились в первом полугодии, но лишь один был рефинансирован на условиях продажи с последующей арендой. Намерение S7 Airlines полностью отказаться от полетов Ту-154 представляется нам сомнительным, учитывая состояние некоторых взлетно-посадочных полос, однако прекращение эксплуатации большей части советского парка в четвертом квартале кажется вполне реальным, в первую очередь за счет увеличившегося предложения крупных партий сравнительно новых машин на фоне банкротств и сокращения мощностей зарубежных перевозчиков.
- Другие заемщики.** С нашей точки зрения, отчетность компании ЮТэйр по РСБУ не является информативной, поскольку отражает результаты работы различных сегментов бизнеса. Компания КД авиа пока не представила свои финансовые данные; по нашему мнению, ее показатели средней загрузки рейса – 47.7% в первом полугодии и 63.3% в июне – остаются рискованно низкими. ЭйрЮнион (КрасЭйр) остается самым «сложным» эмитентом в секторе. Мы не видим экономических причин для поддержки этого альянса со стороны корпорации Российские технологии, принимая во внимание его долговую нагрузку и операционные убытки, а также существующие мультипликаторы фондового рынка (акции Аэрофлота торгуются с коэффициентом EV/Выручка 0.9).

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 77 89
Pgrishin@rencap.com

Таблица 1. Основные операционные показатели за первое полугодие 2008 г.

	S7	Трансаэро	Аэрофлот
Пассажирооборот, млн	6 820	7 971	12 708
Темпы роста	24%	55%	11%
Перевезено пассажиров, млн	2.81	2.07	4.39
Темпы роста	26%	56%	16%
Коэффициент загрузки	78.0%	80.2%	68.5%
Темпы роста	+0.8 п. п.	+2.5 п. п.	+0.1 п. п.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 2. Основные финансовые показатели по РСБУ, млн руб.

	1 пол. 2008	1 пол. 2007	1 пол. 08 к 1 пол. 07
Выручка			
S7	18 235	11 815	54%
Трансаэро	15 385	8 797	75%
Операционная прибыль	2 кв. 2008	1 кв. 2008	2 кв. 08 к 1 кв. 08
S7	9.9%	0.6%	+9.3 п. п.
Трансаэро	2.9%	4.9%	-2.0 п. п.
Финансовый долг (без учета лизинга)	1 пол. 2008	2007	1 пол. 08 к 2007
S7	11 511	9 692	19%
Трансаэро	8 049	5 137	57%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Спот-цены на авиационный керосин (CIF Северо-Западная Европа), USD за тонну



Источник: Bloomberg

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи 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

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

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

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник

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
Анна Гальцова

Потребительский сектор

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

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) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ольга Агеева

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 Скляч

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
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

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
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка

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

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
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