

## Трансаэро: бумаги «высокого полета».



## Трансаэро: бумаги «высокого полета».

В 2013 году глобальный рынок авиаперевозок продолжил рост, хотя и более медленными темпами, чем ранее. Совокупная выручка авиакомпаний, по данным IATA, в 2013 году выросла на 4,3% и составила \$ 708 млрд. Общее количество перевезенных пассажиров увеличилось до 3,1 млрд человек (+5,1% г/г). За последние пять лет (с 2008 г. по 2013 г.) мировой рост пассажиропотока составил 21,2%, а совокупная выручка авиакомпаний выросла на 24,2%. Рост емкости мирового рынка авиаперевозок происходит благодаря росту глобальной экономики и увеличению мобильности населения.

Темпы роста российского рынка авиаперевозок в 2013 году и за 5 месяцев 2014 года замедлялись вместе со снижением темпов роста экономики страны. Вместе с тем даже с учетом замедления темпы роста воздушных перевозок пассажиров в России на порядок превышают среднемировой уровень. По данным Росавиации, в 2013 г. количество пассажиров, перевезенных воздушным транспортом (включая российские и иностранные авиакомпании), составило 104 млн человек, что на 13% превышает показатель прошлого года (против 5,1% роста в целом по миру). Основной объем перевозок, как и ранее, приходится на российские компании, которые перевезли в 2013 г. 84,4 млн пассажиров, что соответствует 81,7% от общего объема. Иностранскими авиакомпаниями было перевезено 19,1 млн пассажиров, что составляет 18,3% от всего рынка.

Основной прирост объема авиаперевозок пассажиров на российском рынке приходится на три компании: Аэрофлот, Трансаэро, ЮТэйр. Тройка лидеров за последние пять лет увеличила занимаемую рыночную долю с 40% до 66%. Среди лидеров отрасли в 2013 г. Авиакомпания Трансаэро добилась наиболее выдающегося прогресса по наращиванию количества перевезенных пассажиров. В 2013 году рост пассажиропотока Трансаэро составил 21%. Практически двукратного опережения среднеотраслевой динамики Трансаэро удастся добиваться на протяжении уже достаточно длительного периода времени. Так, за последние пять лет среднегодовые темпы роста пассажирооборота Трансаэро составили 22% против 13% в целом по российской гражданской авиации.

Вслед за ростом операционных показателей мы видим положительную динамику и в финансовых метриках Трансаэро. Основной вклад в рост доходов внесло направление международных перевозок (72% выручки), в частности европейское и азиатское направления, куда также входит Турция. В результате CAGR доходов по данному сегменту за последние 4 года сложился на уровне 31,4%. При этом темпы роста расходов отставали от темпов роста выручки, что стало следствием повышения качественных метрик (повышение коммерческой загрузки, занятости кресел) и стабилизации цен на авиаГСМ (55% расходов). В результате показатель EBITDA margin достиг 14,3% (13% в 2011 году). Долговая нагрузка Компании демонстрирует тренд на снижение – в 2013 году показатель Чистый долг / EBITDA упал с 6,5% до 5,9%. В структуре долга нельзя не отметить ее существенное улучшение: доля долгосрочных банковских займов в кредитном портфеле превысила 50% на конец 2013 года. В то же время сохранилась высокая диверсификация как в кредитном, так и в лизинговом портфеле по именам кредиторов. Имеющиеся валютные риски смягчаются структурой операционного потока Трансаэро – около 65% приходится на валютные поступления в выручке. Таким образом, усиление кредитного профиля вкупе с благоприятной в целом конъюнктурой (наличием устойчивого спроса) формирует хороший потенциал для бумаг Компании.

Напомним, на долгом рынке Эмитент присутствует с 2006 года, когда Авиакомпания впервые разместила выпуск облигаций на сумму 2,5 млрд руб. Традиционно по своим бумагам Компания предлагает высокий купон – 12,00 - 12,5%, что обеспечивает интерес инвесторов к облигациям Трансаэро. На наш взгляд, для долгосрочных стратегий (buy&hold) бумаги Компании представляют интерес не только в силу высокой доходности, но и устойчивости бумаг к волатильности рынка: в текущем году облигации Трансаэро восстанавливались в котировках быстрее сегмента корпоративных облигаций в целом.

## Обзор авиационной отрасли

### Ключевые тенденции международного рынка авиаперевозок.

В 2013 году глобальный рынок авиаперевозок продолжил рост, хотя и более медленными темпами, чем ранее. Совокупная выручка авиакомпаний, по данным IATA, в 2013 г. выросла на 4,3% и составила \$ 708 млрд. Общее количество перевезенных пассажиров увеличилось до 3,1 млрд человек (+5,1% г/г). За последние пять лет (с 2008 г. по 2013 г.) мировой рост пассажиропотока составил 21,2%, а совокупная выручка авиакомпаний выросла на 24,2%. Рост емкости мирового рынка авиаперевозок происходит благодаря росту глобальной экономики. Драйвером роста рынка выступает увеличение мобильности населения. За последние 5 лет в структуре выручки авиакомпаний доля доходов от пассажирских перевозок выросла с 77,9% до 80,1%, а доля доходов от перевозки грузов снизилась с 11,1% до 8,6%.

В условиях роста пассажиропотока уровень загрузки воздушных судов также растет. По итогам 2013 г. данный показатель составил 79,6% против 79,3% в 2012 г. Повышение эффективности управления воздушным парком и оптимизация издержек (в том числе за счет обновления воздушного парка) обеспечили меньшие темпы роста операционных расходов (+2,8% г/г) по сравнению с выручкой (+4,3% г/г). В итоге операционная и чистая прибыль продемонстрировали практически двукратный рост. Операционная прибыль выросла с \$12,1 млрд в 2012 г. до \$21,5 млрд в 2013 г. Чистая прибыль выросла с \$6,1 млрд до \$12,9 млрд. Несмотря на значительный прогресс, рентабельность авиационного бизнеса продолжает оставаться на низком уровне. Показатель рентабельности по чистой прибыли по итогам 2013 г. составил 1,8%. Чистая прибыль в расчете на одного перевезенного пассажира в 2013 г. составила скромные \$4,13 (против \$2,05 в 2012 г.).

**За последние 5 лет количество пассажиров, перевезенных воздушным транспортом, выросло на 21,2%, а выручка авиакомпаний увеличилась на 24,2%**

**Рентабельность авиакомпаний растет, но все еще находится на низком уровне**

**В 2013 г. чистая прибыль в расчете на 1 перевезенного пассажира составила \$ 4,13**

### Показатели мирового рынка авиации

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013О	2014П
Выручка, млрд \$	379	413	465	510	570	476	564	618	679	708	745
в т.ч. от перевозки пассажиров	294	323	365	399	444	374	445	500	539	567	598
в т.ч. от перевозки грузов	47	48	53	59	63	48	66	67	64	61	63
Изменение выручки, г/г	17.7%	9.1%	12.5%	9.6%	11.7%	-16.5%	18.4%	9.7%	9.8%	4.3%	5.3%
Пассажиропоток, млн чел.	2 067	2 214	2 338	2 543	2 581	2 479	2 681	2 845	2 977	3 129	3 304
Изменение пассажиропотока, г/г		7.1%	5.6%	8.8%	1.5%	-4.0%	8.1%	6.1%	4.6%	5.1%	5.6%
Чистая прибыль, млрд \$	-5.6	-4.1	5.0	14.7	-26.1	-4.6	17.3	7.5	6.1	12.9	19
Рентаб. по чистой прибыли	-1.5%	-1.0%	1.1%	2.9%	-4.6%	-1.0%	3.1%	1.2%	0.9%	1.8%	2.5%
Прибыль на инвестированный капитал	2.9%	3.0%	4.6%	5.5%	1.4%	2.0%	6.3%	4.7%	3.6%	4.5%	5.4%
Выручка, \$ на 1 пассажира	142	146	156	157	172	151	166	176	181	181	181
Чистая прибыль, \$ на 1 пассажира	-2.69	-1.86	2.14	5.78	-10.11	-1.86	6.45	2.64	2.05	4.13	5.65

Источник: IATA

Текущие прогнозы МВФ и ОЭСР предполагают увеличение темпов роста мирового ВВП в 2014 г. на 60 б.п. по сравнению с 2013 г. МВФ прогнозирует рост на уровне 3,6% по сравнению с 3,0% в 2013 г. Рост мировой экономики будет поддерживать увеличение спроса на авиаперевозки. По оценкам IATA, в 2014 г. объем авиа перевозок пассажиров увеличится на 5,6% и составит 3,3 млрд человек. Рост спроса на авиаперевозки будет поддерживать рост выручки и прибыли авиакомпаний.

Долгосрочный прогноз развития мирового рынка авиаперевозок, подготовленный компанией Boeing, предполагает более чем двукратный рост в следующие 20 лет. Для удовлетворения растущего спроса, а также для обновления имеющегося парка воздушных судов авиакомпаниям в ближайшие 20 лет потребуется порядка 35 тысяч новых самолетов рыночной стоимостью \$4,8 трлн. В том числе только для поддержания текущих объемов авиаперевозок и замены устаревающего парка потребуется 14 350 самолетов рыночной стоимостью \$2,0 трлн.

Наибольший вклад в рост мировой авиационной отрасли будут вносить страны азиатско-тихоокеанского региона. На этот регион планируется и основной объем поставок новых воздушных судов (12 820 самолетов стоимостью порядка \$1,89 трлн).

В условиях низкой рентабельности и значительной потребности в инвестициях на обновление и расширение парка воздушных судов финансовая устойчивость и конкурентоспособность авиакомпаний в долгосрочной перспективе будет в значительной степени определяться возможностью привлечения долгосрочного финансирования и его стоимостью.

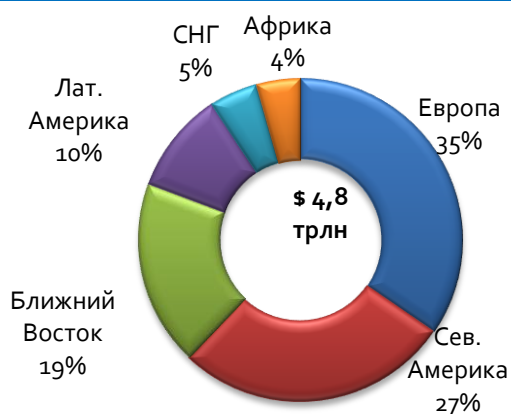


Источник: Boeing analysis

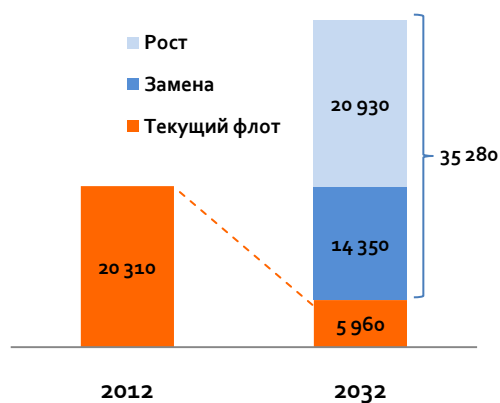
**В ближайшие 20 лет объем международных авиаперевозок вырастет более чем в двое**

**Авиакомпаниям потребуется свыше 35 тысяч новых самолетов общей стоимостью \$ 4,8 трлн**

Поставки новых самолетов по регионам мира 2013-2032



Мировой парк воздушных судов



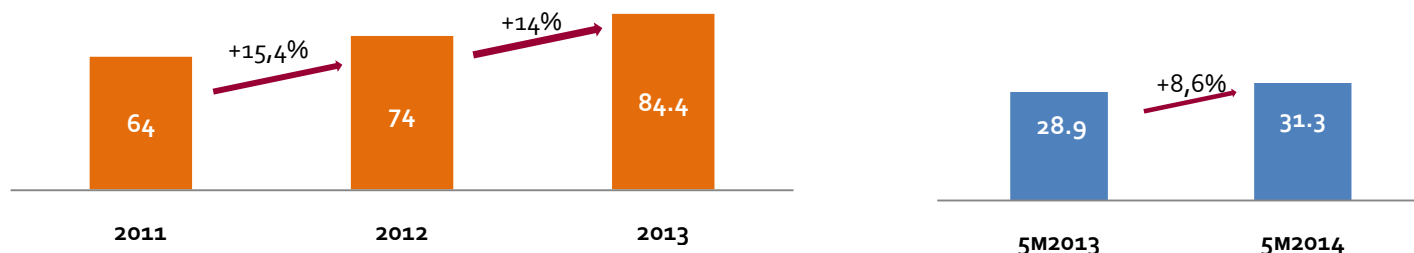
Источник: Boeing analysis

Источник: Boeing analysis

### Российский рынок авиаперевозок.

В 2013 году и за 5 месяцев 2014 года темпы роста российского рынка авиаперевозок замедлялись вместе со снижением темпов роста экономики страны. Вместе с тем даже с учетом замедления темпы роста воздушных перевозок пассажиров в России на порядок превышают среднемировой уровень.

Динамика роста пассажиропотока, перевезенного российскими компаниями, млн пассажиров в год



Источник: Росавиация

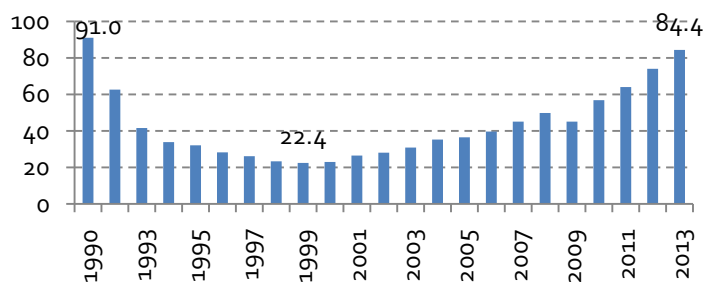
По данным Росавиации, в 2013 г. количество пассажиров, перевезенных воздушным транспортом (включая российские и иностранные авиакомпании), составило 104 млн человек, что на 13% превышает показатель прошлого года (против 5,1% роста в целом по миру).

Основной объем перевозок, как и ранее, приходится на российские компании, которые перевезли в 2013 г. 84,4 млн пассажиров, что соответствует 81,7% от общего объема. Иностранцами авиакомпаниями было перевезено 19,1 млн пассажиров, что составляет 18,3% от всего рынка.

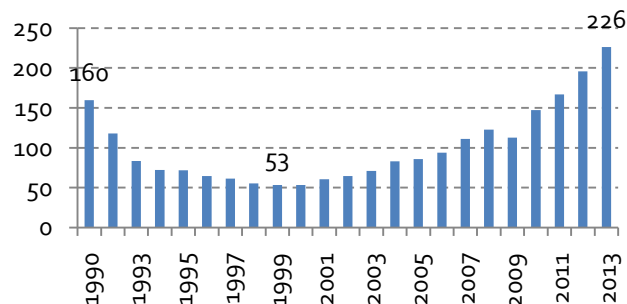
За последние 10 лет количество пассажиров, перевезенных российскими авиакомпаниями, выросло в 2,7 раза. С учетом развития международных рейсов пассажирооборот вырос еще значительно – в 3,2 раза. Высокие темпы роста во многом объясняются эффектом низкой базы. За период с 1990 г. по 1999 г. российский пассажиропоток сократился с 91,0 до 22,4 млн человек. Таким образом, в 2013 г. российский объем перевозок пассажиров (с учетом иностранных авиакомпаний) лишь на 14% превысил уровень 1990 г. А отечественные авиакомпании до сих пор не достигли объема перевозок пассажиров 1990 г.

**Низкая база обеспечивает высокие темпы роста российского рынка авиаперевозок**

Динамика перевозок пассажиров российскими авиакомпаниями, млн человек в год



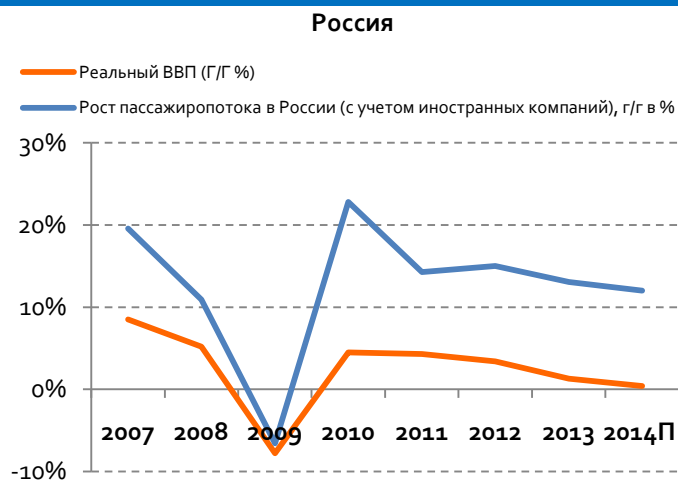
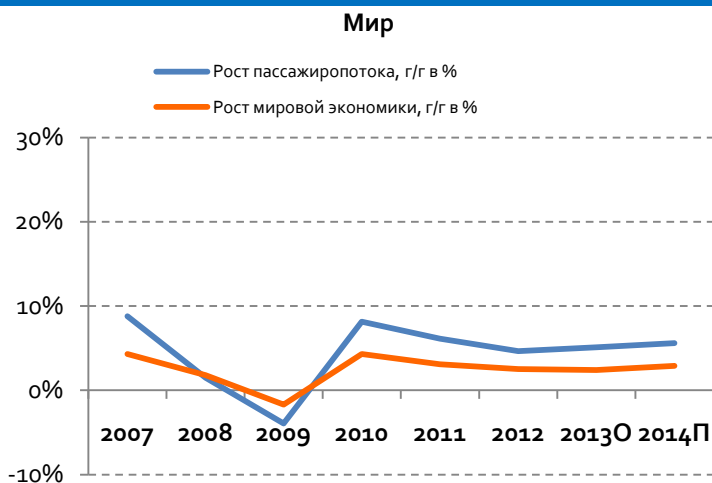
Динамика пассажирооборота российских авиакомпаний, млрд пкм в год



Источник: Росстат, Росавиация

Источник: Росстат, Росавиация

Благодаря эффекту низкой базы в последние десять лет темпы роста российского рынка воздушных перевозок пассажиров в 2-3 раза превышают мировой



Источник: IATA

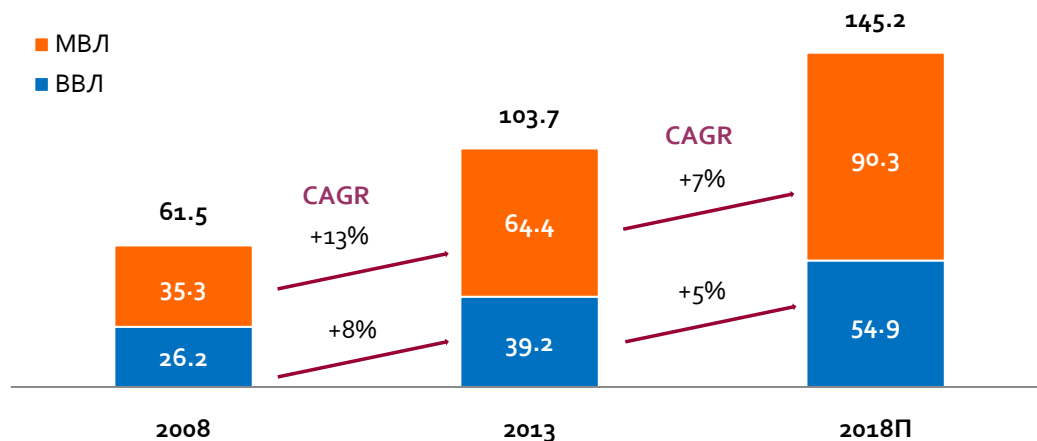
Источник: Bloomberg, Росавиация

В структуре перевозок продолжается опережающий рост спроса на международных линиях по сравнению с внутренними рейсами. В 2013 г. российские авиакомпании на МВЛ перевезли 45 млн пассажиров, что на 17,4% больше, чем в 2012 г. На внутренних линиях было перевезено 39,2 млн человек, прирост к прошлому году составил 10,8%. С учетом большей дальности международных рейсов (3,2 тыс. км на МВЛ против на 2,0 тыс. км на ВВЛ) рост полетов на МВЛ обеспечивает наибольший вклад в совокупный рост пассажирооборота. Доля перевозок на МВЛ в общем пассажирообороте в 2013 г. составила 65% (+1 п.п.), доля перевозок на ВВЛ снизилась на 1 п.п. и составила 35%.

С учетом исчерпания эффекта низкой базы и замедления темпов роста российской экономики темпы роста рынка авиаперевозок в следующие пять лет, очевидно, будут замедляться. В то же время российский рынок всё ещё содержит значительный потенциал роста.

**Средний американец летает 9–11 раз в год, европеец 3–5 раз, россиянин – 1 раз в два года (в азиатской части России еще реже).**

Динамика роста российского пассажиропотока, перевезенного российскими и иностранными компаниями, млн пассажиров в год

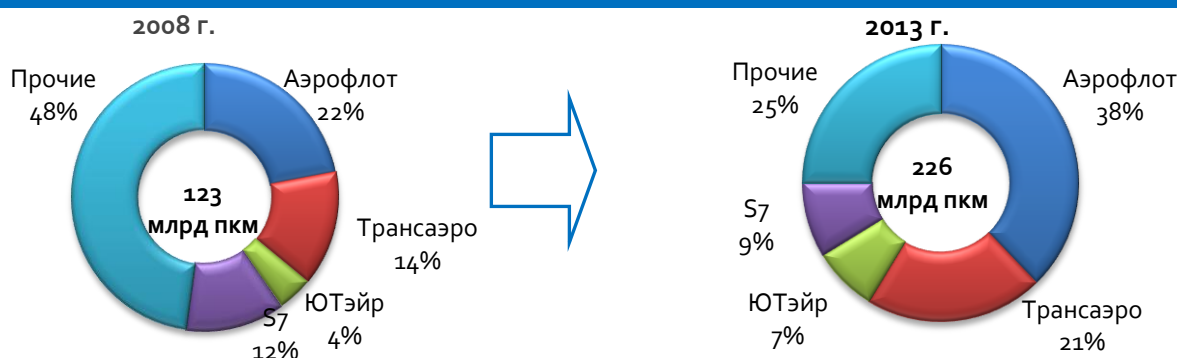


Источник: Росавиация

По состоянию на 31.12.2013 г. в России насчитывалось 118 авиапредприятий, имеющих сертификаты эксплуатантов, осуществляющих коммерческие пассажирские перевозки. При этом на три крупнейшие компании (Группа Аэрофлот, Трансаэро, Группа ЮТэйр) пришлось 66% от выполненного пассажирооборота. За счет опережающих темпов роста тройка лидеров за последние пять лет значительно увеличила занимаемую рыночную долю. В 2008 г. тройка лидеров контролировала всего 40% рынка.

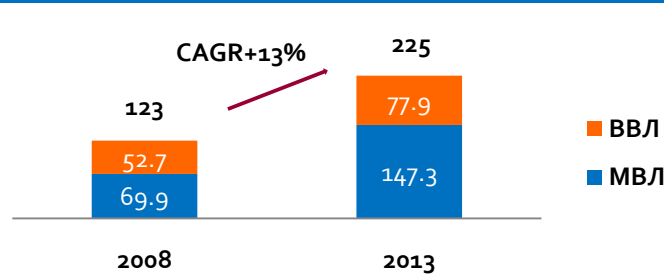
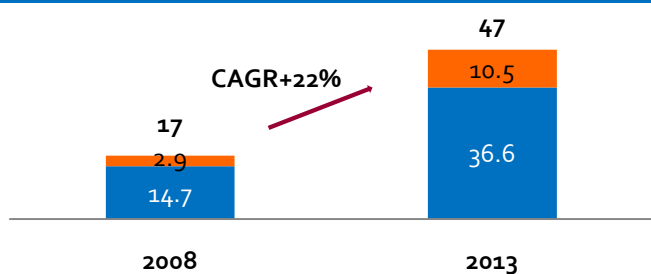
Среди лидеров отрасли в 2013 г. Авиакомпания Трансаэро добилась наиболее выдающегося прогресса по наращиванию количества перевезенных пассажиров. В 2013 году рост пассажиропотока Трансаэро составил 21% против роста на 14,2% в целом по отрасли. Практически двукратного опережения среднеотраслевой динамики Трансаэро удается добиваться на протяжении уже достаточно длительного периода времени. Так, за последние пять лет среднегодовые темпы роста пассажирооборота Трансаэро составили 22% против 13% в целом по российской гражданской авиации.

Динамика долей рынка крупнейших авиакомпаний России по совокупному пассажирообороту



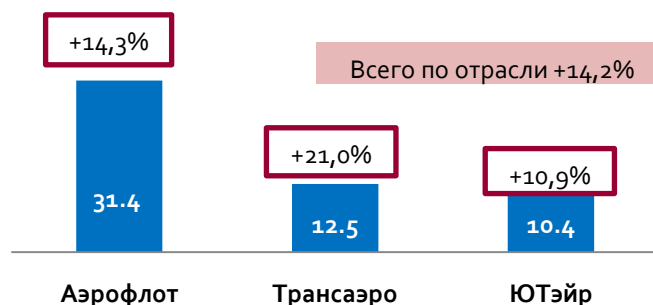
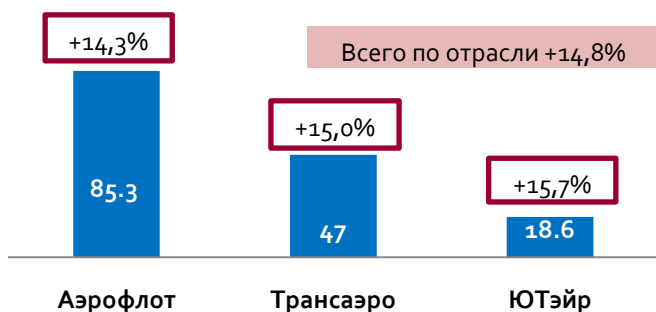
Динамика пассажирооборота Трансаэро, млрд пкм

Динамика пассажирооборота ГА РФ, млрд пкм



Пассажирооборот (млрд пкм) и его темпы роста 2013/2012

Количество перевезенных пассажиров (млн чел) и темпы роста 2013/2012



Источник: Росавиация, данные компаний

## Финансовые показатели Трансаэро

### Динамика доходов Трансаэро и их структура

Трансаэро – одна из наиболее динамично развивающихся авиакомпаний на российском рынке: по итогам последних 5 лет темпы роста пассажирооборота у Трансаэро почти в два раза превышали среднеотраслевые уровни – 22% против 13% в целом по российской гражданской авиации. За последние 10 лет пассажирооборот Трансаэро вырос в 47 раз, число перевезенных пассажиров – в 32 раза.

Все направления бизнеса Трансаэро (международные и внутренние перевозки, перевозка грузов) последние 5 лет развивались практически синхронно, что позволило поддерживать его диверсификацию. В результате за последние годы структура выручки Компании практически не изменилась: порядка 72% доходов Трансаэро приходится на международные пассажирские перевозки, еще 19% - на внутренние пассажирские перевозки. Остальное (9%) приходится на перевозку грузов и почты и прочие доходы.

При сложившейся структуре роль основного драйвера роста доходов Компании по-прежнему остается за международными пассажирскими перевозками, которые показали CAGR за 4 последних года на уровне 30,71%. Последнее обеспечивалось развитием новых направлений (в частности, в прошлом году высокий прирост показали Европа (+51%) и Азия (+13%)), расширением парка воздушных судов и увеличением частоты полетов по уже существующим маршрутам.

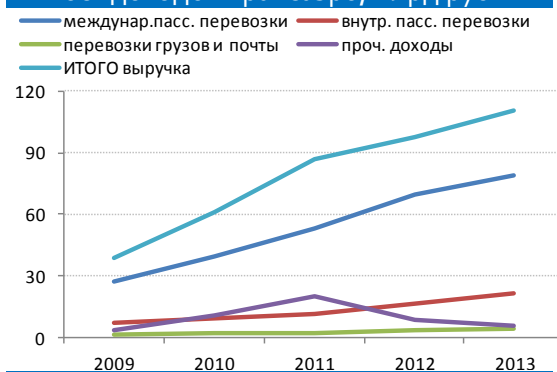
Что касается внутренних перевозок, то здесь Компании также удается демонстрировать высокий темп роста выручки – CAGR 31,42%, то есть даже несколько выше уровня международных перевозок. И если на международных маршрутах до трети прироста обеспечивается за счет новых маршрутов, то на внутренних перевозках основной упор сейчас делается на повышении роста за счет использования уже имеющихся ресурсов. В частности, за счет заполняемости кресел – показатель вырос с 74,3% в 2012 году до 77,4% в прошлом году. При этом новые направления (по России) обеспечили всего 8% прироста доходов. Напомним, Трансаэро является крупнейшим авиаперевозчиком на Дальний Восток и уверенно удерживает данную позицию в течение последних лет. В целом по внутренним перевозкам Трансаэро занимает 13% (25% на международных направлениях среди российских авиакомпаний).

Направление перевозок грузов сейчас динамично развивается. В частности, в прошлом году компания начала эксплуатацию двух грузовых воздушных судов, что позволило увеличить доходы в 2013 году по данному направлению на четверть по сравнению с предшествующим годом – до 4,1 млрд руб.

Существенную волатильность показывает статья «Прочие доходы». Её в основном формируют доходы от продажи активов (96%), которые технически имели место при переводе имущества из собственности в финансовый лизинг (sell-and-leaseback). Данные операции позволяли высвободить денежные средства, необходимые для активного развития Компании, и контролировать уровень долга.

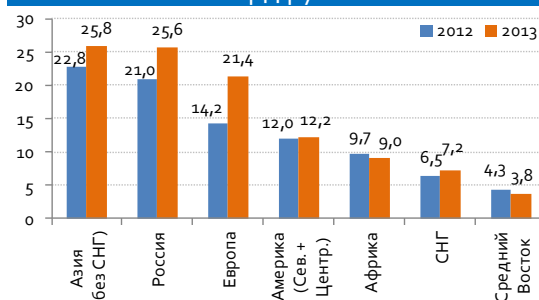
В будущем волатильность прочих доходов может быть связана с

### Рост доходов Трансаэро, млрд руб.



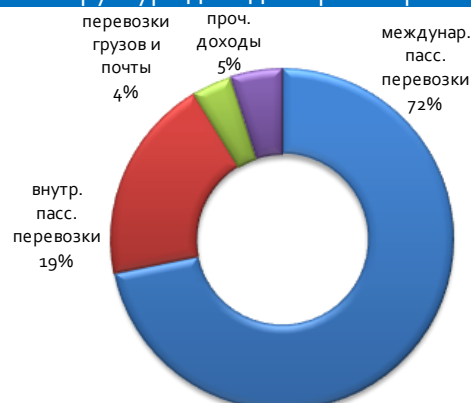
Источник: Трансаэро, PSB Research

### Выручка по ключевым направлениям, млрд руб.



Источник: Трансаэро, PSB Research

### Структура доходов Трансаэро



Источник: Трансаэро, PSB Research

планами по выводу в ближайшие 4 года из парка 30 самолетов, на смену которым придут новые. Поскольку часть эксплуатируемых судов находится в финансовом лизинге, то при выкупе их стоимость будет ниже рыночной, что даст дополнительный доход при реализации самолетов по рыночным ценам.

Также в «Прочие расходы» входят доходы от продажи авиабилетов других авиакомпаний, консультационные услуги и проч., доля которых будет интенсивно увеличиваться. Однако сейчас вклад этих статей остается низким.

### Динамика расходов Трансаэро и их структура

В последние годы темпы роста расходов отставали от темпов роста выручки, что обеспечило уверенный рост операционной прибыли – с 8,1 млрд руб. до 10,6 млрд руб. В основном это достигалось тщательным мониторингом прибыльности направлений, развитием наиболее перспективных из них, а также тщательным контролем затрат.

Более 55% операционных расходов Трансаэро приходится на авиаГСМ, и именно эта статья оказывает наибольшее влияние на операционную прибыль Компании. В 2013 году мы могли наблюдать прирост на 30% расходов на топливо (см. график: «Влияние роста цены на авиаГСМ на расходы Трансаэро снижается»). При этом увеличилась не только абсолютная величина, но и расходы на авиационные ГСМ на 1 час полета – со 138,4 тыс.руб. до 161,1 тыс. руб. (+16,4%). Последнее происходит на фоне стабилизации цен на авиакеросин в 2012-2013 годах на международных площадках. Оснований для такой динамики несколько: увеличение интенсивности использования узкофюзеляжных самолетов, сокращение средней протяженности рейсов, колебания курса рубля (среднее в 2012 году – 31,07 долл./руб., в 2013 году – 31,91 долл./руб.).

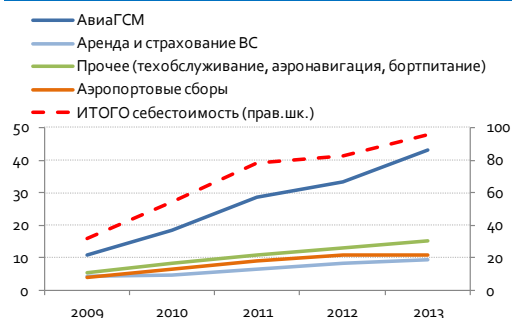
Отметим, что в ближайшем будущем не прогнозируется существенный рост цен на авиакеросин. Таким образом, величина ключевой статьи расходов будет в большей степени определяться внутренними факторами.

При этом смещение фокуса развития компании на узкофюзеляжные самолеты (к 2018 году планируется увеличить их число до 60, в то время как на конец 2013 года их насчитывалось 48 шт.) положительно отражается на темпах роста выручки и качественных метриках Компании. В частности, это уже привело к снижению аэропортовых сборов, на которые приходится 14% операционных расходов Трансаэро. В то время как остальные статьи расходов росли в связи с увеличением масштабов деятельности, аэропортовые сборы показали небольшую, но все же отрицательную динамику – «-0,06%» (с 10 969,5 млн руб. до 10 698,9 млн руб.).

### Маржинальность деятельности

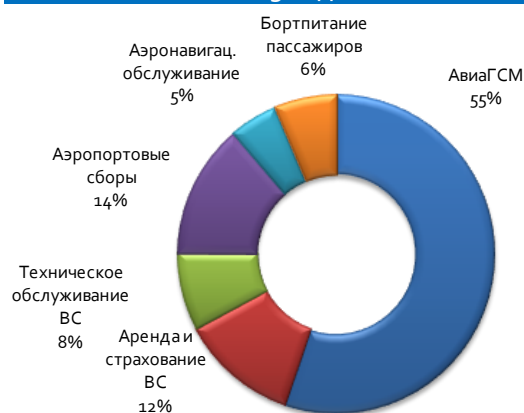
Контроль над расходами и стабилизация цен на топливо позволили Компании повысить эффективность своей деятельности. Кроме того, положительный вклад внесла планомерная работа по повышению качественных характеристик, таких как повышение коэффициента загрузки кресел (в 2013 году с 82,5% до 83,6%) и коэффициента

### Расходы Трансаэро, млрд руб.



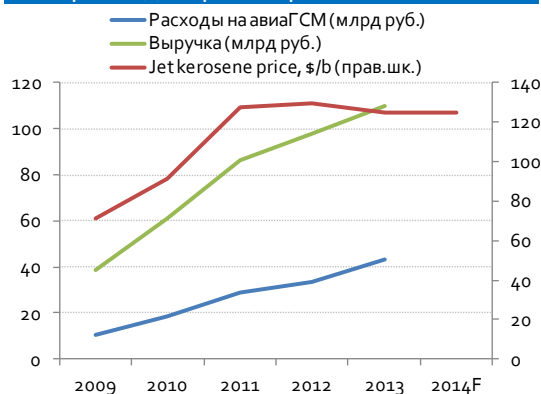
Источник: Трансаэро, PSB Research

### Структура расходов Трансаэро, за 2013 год



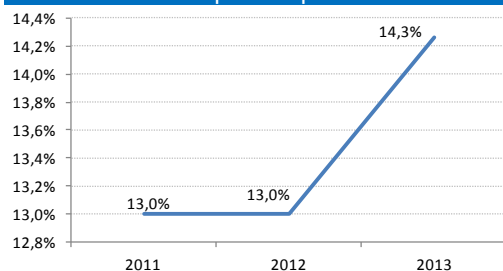
Источник: Трансаэро, PSB Research

### Влияние роста цены на авиаГСМ на расходы Трансаэро снижается



Источник: Трансаэро, PSB Research

### Динамика роста EBITDA margin Трансаэро



Источник: Трансаэро, PSB Research

коммерческой загрузки (с 63,3% до 64,8%).

Коэффициенты загрузки не в последнюю очередь обеспечивались ростом доли пассажирооборота на нерегулярных рейсах – «+4 п.п.» до 21%. На данных рейсах коэффициент коммерческой загрузки составляет 75,2% (62,77% на регулярных рейсах). Напомним, в данную категорию входят не только туристические перевозки, но и активно развиваемый сейчас сегмент корпоративных перевозок (по заказам крупных компаний, банков, спортивных организаций).

**В результате всех действий в прошлом году Компания заметно повысила маржинальность своей деятельности: показатель EBITDA margin вырос с 13% до 14,3%.** Учитывая планы по обновлению парка ВС, можно ожидать в дальнейшем сохранения тренда по росту маржинальности бизнеса.

### Долговая нагрузка

В связи с отмеченным выше завершением процесса наращивания парка воздушных судов и формирования провозных емкостей Компания планирует снизить темпы наращивания совокупного долгового портфеля. По итогам 2013 года долговая нагрузка Компании заметно снизилась – показатель Net debt / EBITDA упал с 6,5х до 5,9х по итогам года. Это было достигнуто как за счет контроля за наращиванием долга, так и благодаря росту доходов Трансаэро.

В целом привлечение долгового финансирования является ключевым источником формирования пассивов Компании – на него приходится порядка ¾ валюты баланса. При этом Трансаэро строго придерживается принципа высокой диверсификации, который соблюдается как в случае лизингового (46%), так и кредитного (54%) финансирования.

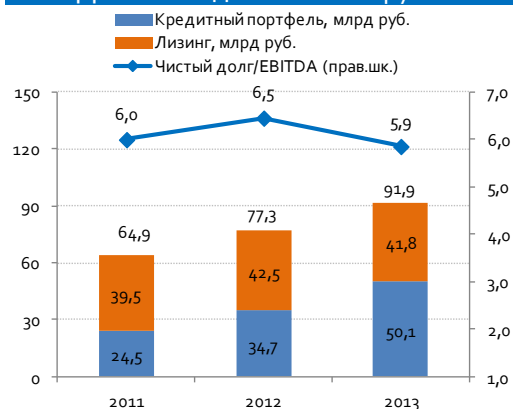
#### Кредитный портфель

Кредитный портфель Компании на 1 января 2014 года составил 50,1 млрд руб. Отметим, что **доля ни одного из кредиторов не превышала 8%**, а перечень банков-контрагентов насчитывает более 16 участников. Среди крупнейших мы отмечаем Новикомбанк, Сбербанк, ГПБ, Альфа-Банк, РСХБ и Промсвязьбанк – их совокупная доля в кредитном портфеле составляет 40%.

Кроме того, Трансаэро имеет уже 8-летнюю успешную историю привлечения средств с рынка капитала: в настоящее время у Эмитента в обращении находится 3 выпуска облигаций. Задолженность по ним на начало года составляла порядка 8 млрд руб., или 16% кредитного портфеля. Отражением интереса инвесторов к бумагам может служить их сравнительно высокая ликвидность, несмотря на отсутствие международных рейтингов. Напомним, исполнение обязательств по займам наступает в 2015 году (в марте – 2,5 млрд руб., в ноябре – 2,5 млрд руб., в декабре – 2,5 млрд руб.).

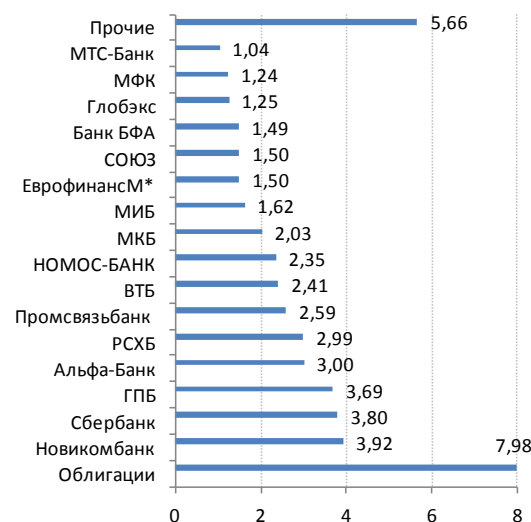
**Существенным достижением Компании в прошлом году стало увеличение доли долгосрочного финансирования в кредитном портфеле, на которое теперь приходится более 50% (в 2012 году – 34%).** Это позволило Трансаэро повысить прогнозируемость финансовых потоков и их стоимости. **Средняя ставка по долгосрочным кредитам Трансаэро составляет 9,4%,** в то время как

### Динамика долговой нагрузки



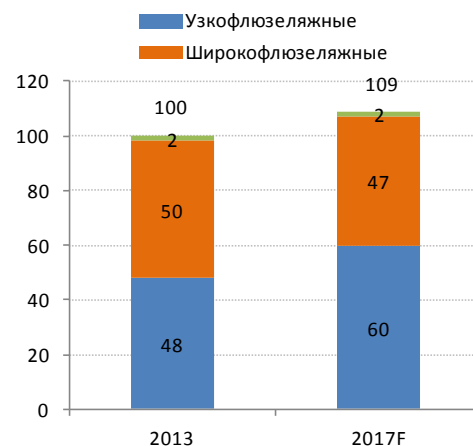
Источник: Трансаэро, PSB Research

### Высокая диверсификация долгового портфеля (на 01.01.2014), млрд руб.



Источник: Трансаэро, PSB Research

### Парк воздушных судов Трансаэро, шт.



Источник: Трансаэро, PSB Research

средняя ставка по краткосрочным кредитам – 10,1%. По займам с долговых рынков (по облигациям) – 12,0 - 12,5%.

Объем краткосрочного кредитного портфеля на конец прошлого года составлял 24,5 млрд руб. при EBITDA за весь 2013 год 15,1 млрд руб. Хотя объем краткосрочного портфеля остается высоким, **риски тем не менее смягчаются сформированными на долгосрочной основе отношениями с банками**. Так, в прошлом году 16 из 17 банков, финансировавших Трансаэро на начало 2013 года, продолжили сотрудничество. Таким образом, **Компания успешно рефинансирует имеющиеся краткосрочные обязательства**. При этом в дальнейшем планируется усилить присутствие на долговых рынках для продолжения повышения диверсификации портфеля как за счет увеличения числа кредиторов, так и инструментов финансирования.

Отметим, что порядка 40% кредитного портфеля представлено займами в валюте (евро и долл. США). С учетом волатильности курса рубля это могло бы оказать давление на финансовые метрики Компании, однако **валютные риски отчасти снижаются структурой операционного потока Трансаэро – около 65% приходится на валютные поступления в выручке**. Это достигается существенной долей продаж блоков мест туроператорам и прямыми продажами за рубежом. При этом прямые расходы (включая топливо) в валюте представлены только на 50%. Таким образом, часть валютной выручки может перераспределяться на обслуживание долга.

### Лизинговый портфель

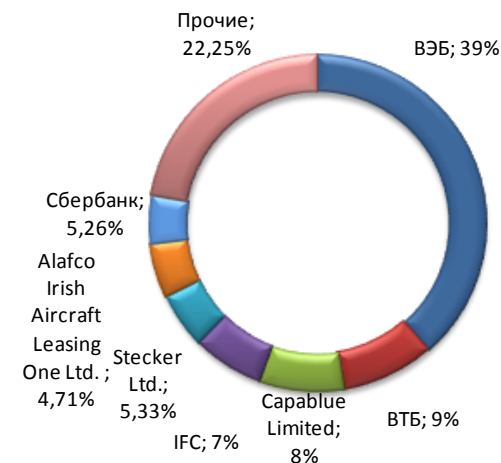
Хотя Компания, по сути, закончила наращивание летных мощностей (планируется увеличить количество ВС всего до 109 в 2017 году со 100 на конец прошлого года), парк самолетов и дальше будет обновляться для повышения его эффективности: за четыре года из парка Трансаэро будут выведены в общей сложности 30 самолетов и на смену им придут 39 новых ВС (15 новых Boeing 737, шесть A321, один A-320, шесть региональных Sukhoi SuperJet 100, четыре Boeing 767, четыре Boeing 747 и три A380).

**Поскольку лизинг является одним из ключевых инструментов для приобретения воздушных судов, то взаимодействие с лизинговыми компаниями продолжится**. В настоящий момент Трансаэро работает с крупными российскими и международными компаниями. Крупнейшими лизингодателями Трансаэро являются ВЭБ, ВТБ и Сбербанк. В целом портфель насчитывает более 14 имен.

**Помимо диверсификации портфеля по контрагентам в качестве важного момента стоит отметить существенную долю финансового лизинга (82%)**. Напомним, что в отличие от операционного лизинга по окончании договора финансового лизинга в большинстве случаев право собственности переходит лизингополучателю. Таким образом, Компания постепенно наращивает объем парк ВС в собственности. Для эмитента это важная стратегическая задача, поскольку на конец 2013 года доля машин в собственности в основных средствах составляла всего 10% в силу того, что остальная часть находится в аренде по договорам лизинга.

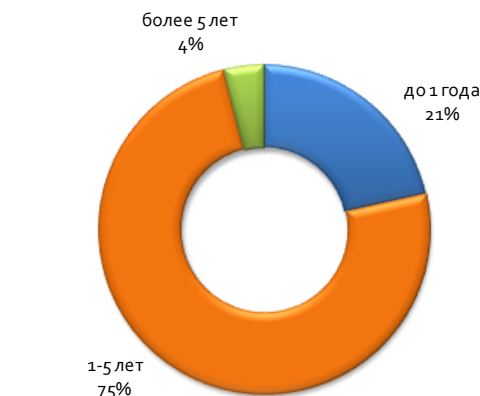
Структура лизинговых платежей Трансаэро имеет ярко выраженный долгосрочный характер. В 2014 году Компании предстоит уплатить минимальных платежей на сумму 12,1 млрд руб., или 21% портфеля

### Высокая диверсификация лизингового портфеля (на 01.01.2014), млрд руб.



Источник: Трансаэро, PSB Research

### Минимальные платежи по финансовой аренде (недисконт.)



Источник: Трансаэро, PSB Research

(недисконтир.). 79% портфеля имеют срок уплаты более 1 года, в том числе 4% – более 5 лет.

Подавляющее большинство договоров лизинга у Трансаэро заключено в долларах США. При этом, как мы отмечали выше, порядка 65% выручки Трансаэро поступает в валюте, что существенно снижает риски по валютным финансовым потокам Компании.

## Ключевые финансовые и операционные показатели Трансаэро

Операционные показатели	2011	2012	2013	Изм. %
Перевезено пассажиров, тыс.чел.	8 453,4	10 327,6	12 500,0	21%
Выполненный пассажирооборот, тыс.пасс.км	33 179 927	41 003 886	47 018 186	15%
Коэффициент занятости кресел	82,9%	82,6%	83,6%	+ 1 п.п.
Финансовые показатели по МСФО, млрд руб.	2011	2012	2013	Изм. %
Выручка	68,2	91,8	105,9	15%
Операционная прибыль	0,6	8,1	10,6	31,2%
Операционный денежный поток	0,5	3,3	8,4	155,2%
EBITDA	10,2	11,9	15,1	27,0%
EBITDA margin	13,0%	13,0%	14,3%	
Прибыль до налогообложения	2,2	0,3	1,4	419,9%
Чистая прибыль	2,2	-0,2	0,8	отриц.
margin	3,2%	отриц.	0,7%	-
	2011	2012	2013	Изм. %
Активы	93,9	99,1	121,6	22,8%
Денежные средства и эквиваленты	3,2	0,6	3,4	524,1%
Долг	24,5	34,7	50,1	44,1%
краткосрочный	16,2	22,0	24,5	11,4%
долгосрочный	8,2	12,7	25,5	100,7%
Лизинг	39,5	42,5	41,8	-1,8%
краткосрочный	4,2	5,4	7,5	39,2%
долгосрочный	35,2	37,2	34,3	-7,7%
Чистый совокупный долг	60,7	76,7	88,4	15,2%
Совокупный долг/EBITDA	6,3	6,5	6,1	-
Чистый долг/EBITDA	6,0	6,5	5,9	-

Источники: данные компании, PSB Research

## Трансаэро на рынке облигаций

На долговом рынке Компания присутствует с 2006 года, когда она впервые разместила выпуск облигаций на сумму 2,5 млрд руб. Долгая успешная история Эмитента на долговом рынке поддерживает интерес инвесторов к выпускам Трансаэро. В настоящее время обращается 3 выпуска облигаций Компании на общую сумму 8 млрд руб. Как мы уже отмечали выше, за счет данного источника привлечения средств сформировано порядка 16% кредитного портфеля Эмитента.

**Традиционно по своим бумагам Компания предлагает высокий купон – 12,0 - 12,5%, что обеспечивает интерес инвесторов к облигациям Компании.**

Весной текущего года бумаги Трансаэро испытали на себе волатильность рынка, вызванную ситуацией вокруг Украины. При этом мы отмечаем два ключевых момента, которые определяют привлекательность облигаций Компании:

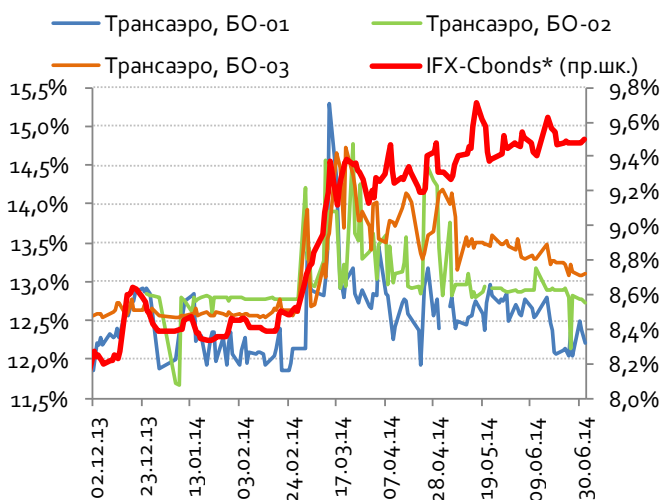
- **Выпуски хотя и испытали волатильность рынка в этом году, достаточно быстро восстановились.** Если мы посмотрим на индекс эффективной доходности корпоративных бумаг IFX-Cbonds (см. график «Доходности облигаций Трансаэро и индекс доходностей рынка IFX-Cbonds»), то очевидно, что облигации корпоративного сектора продолжают сохранять премию за имеющиеся страновые и собственные риски.

Кроме того, в 2014 году мы наблюдаем отток капитала с российских рынков. Соответственно, интерес к бумагам эмитентов стал более осторожным и избирательным. При этом бумаги Трансаэро по доходности практически вернулись к уровням конца прошлого года, что свидетельствует о доверии участников рынка к качеству облигаций Компании.

- То, что **облигации Трансаэро чувствуют себя лучше рынка**, подтверждает и сужение спреда к ОФЗ. Из приведенных ниже графиков G-спреда выпусков Компании видно, что по сравнению с осенью прошлого года сужение составило более 50 б.п.

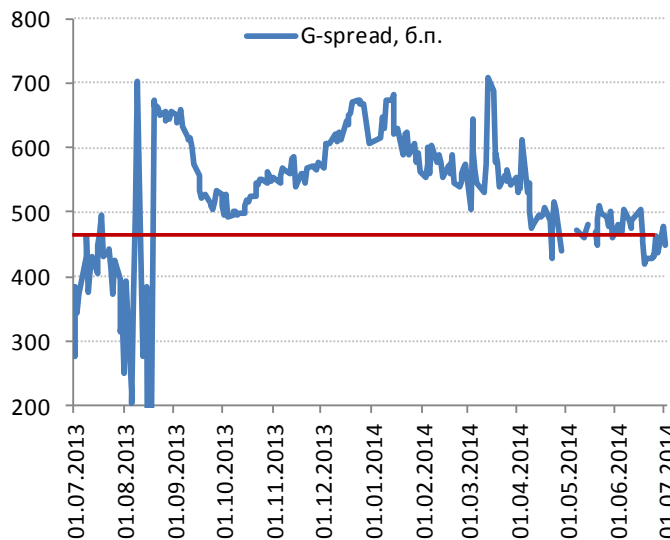
**Таким образом, для долгосрочных стратегий (buy&hold) бумаги Компании представляют интерес не только в силу высокой доходности, но и устойчивости бумаг к волатильности рынка.** При инвестировании на срок до марта 2015 года инвестор может получить доходность порядка 12,20% годовых, на срок до ноября-декабря 2015 года – порядка 12,75 - 13,00% годовых.

Доходности облигаций Трансаэро и индекс доходностей рынка IFX-Cbonds

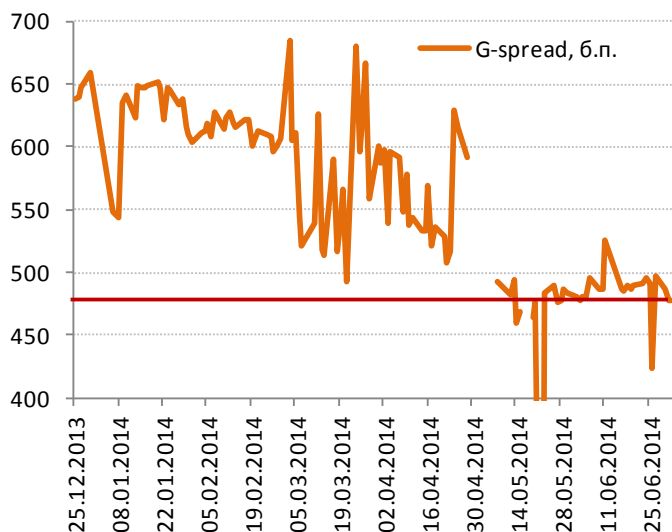


\* Средневзвешенная эффективная доходность. База расчета - 30 наиболее ликвидных корпоративных облигаций.

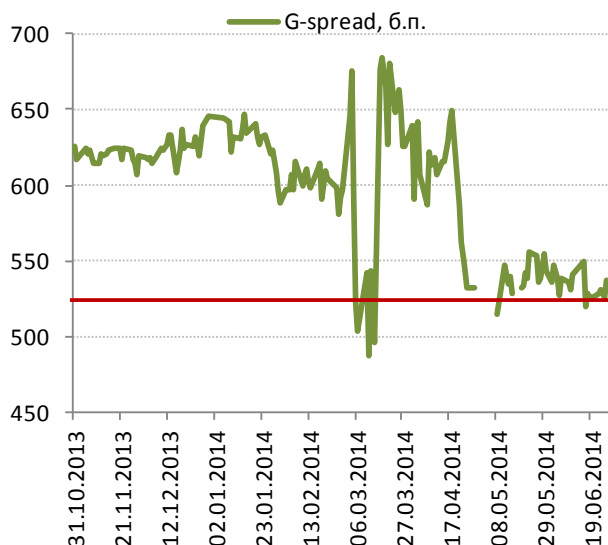
G-спрэд: Трансаэро БО-01



G-спрэд: Трансаэро БО-02



G-спрэд: Трансаэро БО-03



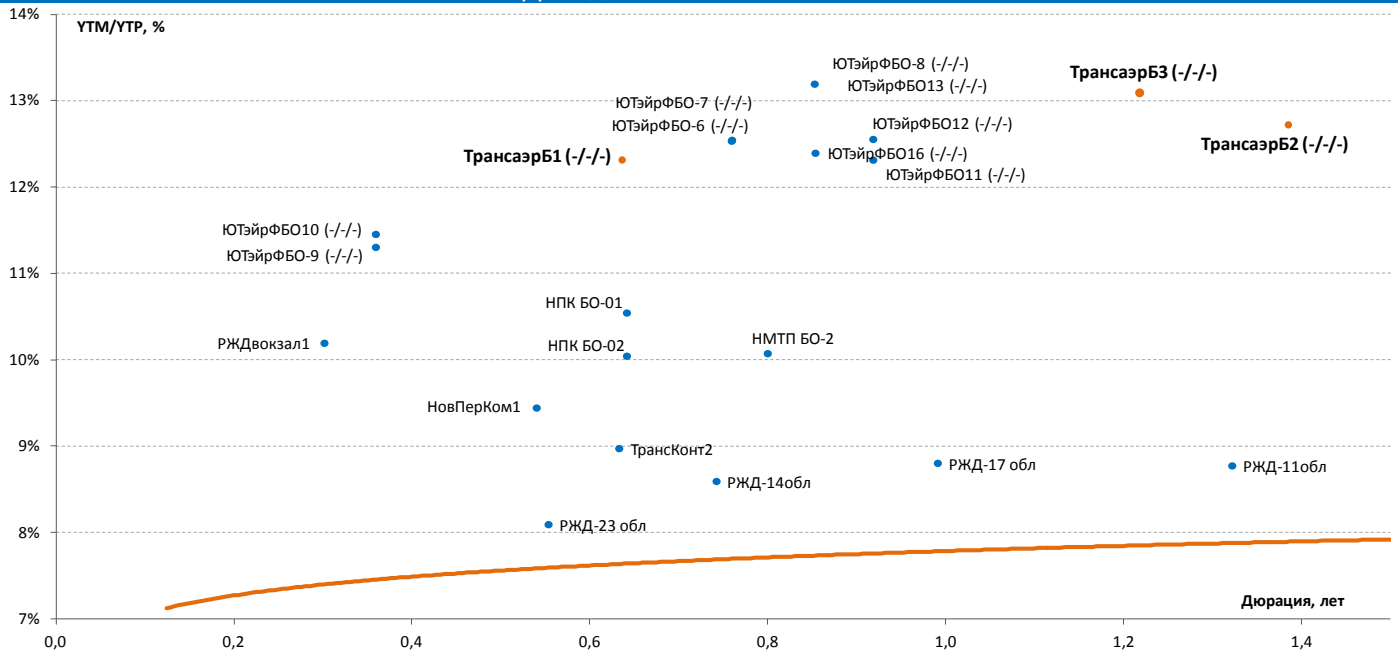
G-spread – спрэд к кривой бескупонной доходности, определенной на основании сделок с облигациями на рынке государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО) и облигаций федеральных займов (ОФЗ).

Источники: Bloomberg, Cbonds, PSB Research

Информация по выпускам Трансаэро

Наименование бумаги	Дата размещения	Номинальный объем выпуска, млрд руб.	Текущая ставка купона	Текущая цена	Текущая доходность	Дата ближайшей oferty	Дата погашения
Трансаэро БО-01	06.03.2012	2,5	12,5%	100,37	12,19%	-	03.03.2015
Трансаэро БО-02	24.12.2013	2,5	12,5%	100,17	12,75%	24.12.2015	20.12.2016
Трансаэро БО-03	31.10.2013	3,0	12,0%	99,45	13,04%	02.11.2015	25.10.2018

Доходности облигаций



Источник: Bloomberg, PSB Research

**ОАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

<b>Николай Кащеев</b> Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
<b>Роман Османов</b> Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	FroloviG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Ryakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
<b>Николай Фролов</b>	FrolovN@psbank.ru	+7(495) 228-39-23
<b>Борис Холжигитов</b>	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7(495) 411-51-34
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
<b>Александр Сурпин</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
<b>Виктория Давитиашвили</b>	DavitiashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

<b>Алексей Кулаков</b>	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
<b>Михаил Маркин</b>	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**

<b>Сергей Миленин</b>	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
<b>Александр Бараночников</b>	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Сергей Устиков</b>	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
<b>Александр Орехов</b>	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.