

## ТРАНСАЭРО Надежный заемщик в гражданской авиации

- **Возвращение на рынок.** После кризиса долговые инструменты пока размещали только наиболее надежные эмитенты. Новый выпуск облигаций ТРАНСАЭРО поможет выявить ценовые уровни, при которых смогут привлекать средства заемщики за пределами первого и второго эшелонов. В связи с этим мы воздерживаемся от оценки справедливой доходности этого выпуска.
- **Хорошая кредитная история.** В отчете «Облигации авиакомпаний: в верхних эшелонах» от 16 января 2008 г. мы утверждали, что в сложной отрасли авиаперевозок ТРАНСАЭРО – заемщик с наименьшими кредитными рисками. За прошедшие полтора года эта точка зрения подтвердилась: ТРАНСАЭРО стала одной из двух авиакомпаний, переживших кризисный период без дефолтов и сумевших вовремя рассчитаться по своим облигациям.
- **В чем различие?** Хорошую по меркам сектора кредитоспособность ТРАНСАЭРО обеспечивают особая рыночная ниша, которую компания занимает благодаря крупнейшему в Восточной Европе парку дальнемагистральных самолетов, и наличие доступа к финансированию – коммерческим кредитам от поставщиков, банковским кредитам и лизинговым схемам.
- **Первое полугодие: лучше рынка.** ТРАНСАЭРО быстрее, чем отрасль в целом, восстановила пассажиропоток. Снижение средних тарифов в рамках мероприятий по поддержке трафика и заполняемости рейсов было более чем компенсировано значительным падением цен на керосин, и рентабельность авиакомпании за первое полугодие 2009 г. заметно выросла.
- **Риски рефинансирования.** Риски, связанные с «короткой» структурой долга, смягчаются плавным графиком погашения, вероятным включением облигаций ТРАНСАЭРО в Ломбардный список Банка России и наличием у компании собственных воздушных судов, не обремененных залогами. Если операционные результаты останутся хорошими, а уровень долга значительно не увеличится, ТРАНСАЭРО должна быть в состоянии рефинансировать существующие обязательства.
- **Операционные риски.** По нашему мнению, компания хорошо подготовлена к дальнейшему наращиванию доли рынка, особенно по внутрироссийским перевозкам. Тем не менее, динамика спроса – особенно после завершения туристического сезона – остается существенным фактором риска. Если цены на топливо продолжат расти, а спрос будет восстанавливаться медленно, в отличие от лета 2008 г. возможности переложить издержки на клиентов будут ограниченными.

Таблица 1. Динамика операционных показателей

	Изменение к 2008 за июль	Изменение к 2008 за 7 мес.
<b>Количество перевезенных пассажиров</b>		
ТРАНСАЭРО	+1.2%	-4.0%
Всего по отрасли*	-2.2%	-9.0%
Аэрофлот	-3.0%	-10.6%
Сибирь (S7) + Глобус	-17.3%	-19.1%
ЮТэйр	+2.7%	-3.6%
<b>Пассажирооборот</b>		
ТРАНСАЭРО	+9.6%	-2.2%
Всего по отрасли*	+1.7%	-6.1%
Аэрофлот	-3.1%	-9.4%
Сибирь (S7) + Глобус	-19.0%	-21.1%
ЮТэйр	+3.9%	+0.6%

\*Данные по 35 крупнейшим перевозчикам.

Источник: Транспортная клиринговая палата

Таблица 2. ТРАНСАЭРО: финансовые результаты по РСБУ

Млн руб., если не указано иное	1 пол. 2009	Изменение к 1 пол. 2008
<b>Операционная деятельность</b>		
Выручка	16 542	7.5%
ЕБИТДА	2 108	188%
ЕБИТДАР	3 675	106%
Рентабельность ЕБИТДА	12.7%	+7.9 п. п.
Рентабельность ЕБИТДАР	22.2%	+10.6 п. п.
		1 пол. 2009
<b>Структура капитала</b>		
Финансовый долг		11 093
Скорректированный долг с учетом финансового лизинга		25 126
Долг/ЕБИТДА за 12 месяцев		3.1
Скорректированный долг с учетом финансового лизинга/ЕБИТДАР		3.7

ЕБИТДА – прибыль от продаж плюс расходы по амортизации.

ЕБИТДАР – ЕБИТДА плюс расходы на аренду самолетов.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

## Уроки кризиса

Из пяти авиакомпаний, чьи долговые инструменты находились в обращении к сентябрю прошлого года, только ТРАНСАЭРО и ЮТэйр смогли найти необходимые ресурсы для выплат по облигациям. После дефолта авиакомпании Сибирь (S7) удалось реструктурировать свой долг, а в отношении КД авиа и ЭйрЮнион начата процедура банкротства. Почему в этом секторе уровень дефолтов был таким высоким, а вероятный возврат средств (*recovery rate*) – таким низким? Одним из факторов стала слабая финансовая структура, характерная для всей отечественной гражданской авиации. Помимо этого, можно выделить три основных момента.

1. **Контроль над издержками – абсолютный приоритет.** Первая волна кризиса в гражданской авиации началась еще летом 2008 г., когда цена керосина превышала 30 тыс. руб. за тонну (с НДС). Беспрецедентный рост цен на топливо, отрицательный операционный денежный поток и увеличение просроченной кредиторской задолженности предопределили судьбу альянса ЭйрЮнион, который все еще активно использовал советскую технику. Решительность, с которой авиакомпания Сибирь в это же время выводила из эксплуатации последние советские самолеты, подтверждает тот же тезис: в секторе авиаперевозок, где конкуренция очень высока, сравнительно тяжелая структура издержек – залог неудачи.
2. **«Небесная романтика» неуместна.** История КД авиа показала: на маршрутной сети, не обеспечивающей достаточного пассажиропотока, зарабатывать невозможно. Погоня за рыночной долей через демпинг и «покупку» трафика за счет низких тарифов очень быстро делают операции нерентабельными. У КД авиа даже в периоды сезонных пиков загрузка редко превышала 70%, а доходность на пассажиро-километр при этом оставалась очень низкой. Способность быстро адаптироваться к изменяющемуся спросу – по маршрутам, классам обслуживания, тарифам – важный фактор выживания.
3. **Кого поддерживают банки и государство?** Кризис показал, что государство заинтересовано в поддержке не конкретных юридических лиц (даже принадлежащих самому государству), а тех компаний, которые могут эффективнее других выполнять важные социальные функции в достаточном масштабе – например, по транспортировке пассажиров перевозчиков-банкротов. Именно такие компании могут рассчитывать на государственную помощь, пусть даже косвенную и ограниченную. Аналогичным образом, для получения банковского финансирования необходима бесперебойная операционная деятельность и сохранение – хотя бы на минимальном уровне – положительных денежных потоков.

В отчете «Облигации авиакомпаний: в верхних эшелонах» от 16 января 2008 г. мы утверждали, что в сложной отрасли авиаперевозок ТРАНСАЭРО – заемщик с наименьшими кредитными рисками. События кризисного периода показали обоснованность этой точки зрения, и мы по-прежнему ее придерживаемся. ТРАНСАЭРО имеет низкие издержки, способна оперативно реагировать на изменения спроса и поддерживает рабочие отношения с банками и государством. В настоящем отчете в преддверии размещения нового выпуска облигаций мы анализируем профиль ТРАНСАЭРО с кредитной точки зрения.

## Самолетный парк...

ТРАНСАЭРО отличается от других российских авиакомпаний в первую очередь своим самолетным парком, состав которого предопределяет характеристики ее маршрутной сети. В настоящий момент парк ТРАНСАЭРО состоит из 48 самолетов Boeing различных модификаций, а также двух машин Ту-214 (которые входят в состав флота по причинам, не связанным с их операционной эффективностью). В структуре флота доминируют дальнемагистральные самолеты – по их количеству в парке ТРАНСАЭРО опережает все компании Восточной Европы и СНГ, включая Аэрофлот.

Таблица 3. Состав эксплуатируемого самолетного парка

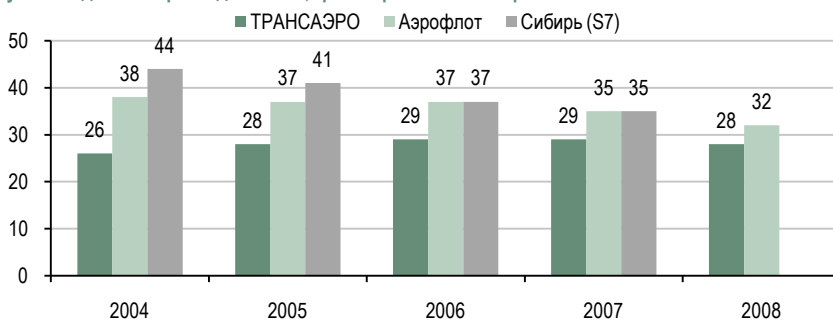
	Вместимость, кресел	Дальность полета, тыс. км	2006	2007	2008	1 авг. 2009	2009П
Boeing 747 (-200, -300, -400)	352-496	12.4-13.5	6	8	11	11	10
Boeing 767 (-200ER, -300ER)	225-226	11.3-12.2	7	7	11	11	11
Boeing 777 (-200, -200ER)	306	9.7	-	-	2	4	4
Итого дальнемагистральные			13	15	24	28	25
Ту-214	210	6.5	-	1	2	2	3
Boeing 737 (-300, -400, -500)	98-138	4.4-5.6	12	14	15	18	22
Итого среднемагистральные			12	15	17	20	24
Итого самолетный парк			25	30	41	48	50

Вместимость по фактической компоновке самолетов ТРАНСАЭРО. Данные по Boeing 747-200 с учетом вывода из эксплуатации одного самолета в 2008 г. и двух с начала 2009 г.

Источник: данные компании

Широкофюзеляжные самолеты имеют самую выгодную экономику в двух случаях: на дальнемагистральных маршрутах (где они позволяют добиться большого налета – т. е. времени в воздухе – на одно воздушное судно) либо при наличии стабильно большого пассажиропотока на средних по продолжительности направлениях. В обоих случаях при оптимальном использовании парка большие машины позволяют минимизировать удельные издержки на кресло-километр (рис. 1). Кроме того, именно на дальнемагистральных маршрутах различие в предлагаемом пассажирам продукте с точки зрения класса обслуживания проявляется особенно ясно, напрямую определяя среднюю ставку доходности выполняемых рейсов.

Рисунок 1. Удельный расход топлива, грамм/кресло-километр



Источники: данные компаний, оценка ТРАНСАЭРО, оценка Ренессанс Капитала

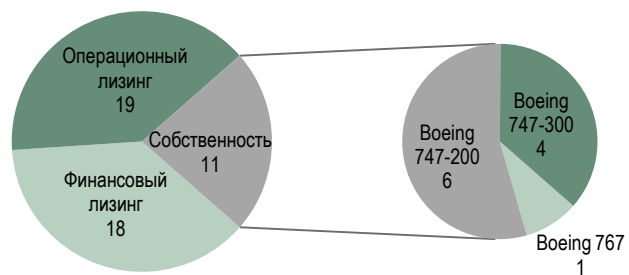
Начав использовать Boeing 747 в 2005 г., ТРАНСАЭРО ориентировалась на сравнительно старые машины, поэтому сейчас у многих из них срок эксплуатации составляет 27-28 лет. В 2007 г. началась замена Boeing 747-200 (пока из эксплуатации выведено два таких судна, до конца текущего года предполагается вывести еще одно) на более современные серии Boeing 747-300 и -400 с лучшей топливной эффективностью (с 2007 г. получено семь таких машин). Руководство компании ожидает, что вывод из эксплуатации самолетов серии 200 завершится в будущем году. По оценкам менеджмента, это позволит снизить потребление топлива в среднем по парку самолетов до 26 грамм на кресло-километр. Выведенные самолеты фактически разбираются на запчасти, а планеры продаются на утилизацию. Несмотря на относительно большой средний возраст дальнемагистрального парка компании, за все время работы у ТРАНСАЭРО не было ни одного летного происшествия. Показатель «средний налет на один инцидент» (3735 часов за 2008 г.) у ТРАНСАЭРО выше, чем в среднем по отрасли. В мае 2008 г. компания второй в стране после Аэрофлота получила сертификат эксплуатационной безопасности IOSA.

Поскольку с конца 2008 г. возросла роль внутрirosсийских – среднемагистральных – маршрутов, компания намерена увеличивать парк Boeing-737. С начала 2009 г. получены два самолета Boeing 737-800, а также один Boeing 737-500.

### ...И как он финансируется

В отличие от других российских перевозчиков, заметную часть парка ТРАНСАЭРО составляют самолеты, находящиеся в собственности на балансе компании (рис. 2).

Рисунок 2. Структура парка, количество самолетов



Источник: данные компании

**Операционный лизинг.** Из 19 самолетов, находящихся в операционном лизинге, большую часть составляют различные модификации Boeing 737 (15 машин). Операционный лизинг дает возможность наиболее гибко и оперативно расширять или сокращать парк, а также заменять одни машины другими по мере изменения спроса, маршрутной сети и расписания. Штрафные санкции и необходимый период извещения при досрочном возврате не создают серьезных трудностей для компании.

**Финансовый лизинг.** Почти все самолеты Boeing 767 и все Boeing 777 используются компанией на этой основе. Возможность выкупа данной (обычно дорогостоящей) техники, в поддержание летной годности и нужной компоновки которой вкладываются значительные средства, – основная причина оформления через финансовый лизинг. Менеджмент ожидает, что в ближайшей перспективе лизинг будет приоритетной формой финансирования для поступающих в компанию крупных воздушных судов. Самолеты Ту-214 в рамках программы поддержки российского авиастроения ТРАНСАЭРО приобретает в финансовый лизинг через Финансовую лизинговую компанию.

**Собственность.** С начала 2009 г. ТРАНСАЭРО профинансировала выкуп в собственность трех Boeing 747-200. В результате все Boeing 747-200 и Boeing 747-300, находящиеся сейчас в парке компании (10 машин), принадлежат ей на праве собственности. Указанные самолеты имеют возраст более 20 лет и рыночную стоимость на первое августа менее USD10 млн. Компания приобретала самолеты в собственность при следующих условиях:

- После завершения периода финансового лизинга;
- при наличии дешевого и долгосрочного финансирования, более выгодного по ставкам и срокам, чем лизинг.

**Продажа с обратным лизингом.** Летом 2009 г. ТРАНСАЭРО осуществила редкую для российского рынка сделку – из собственности в финансовый лизинг был переведен Boeing 767-300. Продажа с обратным лизингом (*sale-leaseback*), очевидно, возможна только для тех судов, которые находятся в собственности и не обременены залогами (или если обеспеченные обязательства будут погашены в результате сделки). Оптимизация денежного потока – основная мотивация подобных операций.

Оценивая фактическую стоимость парка для компании, необходимо также принять во внимание следующие два момента:

- На протяжении 1994-2006 гг. в соответствии с распоряжениями правительства ТРАНСАЭРО пользовалась исключительным таможенным режимом и была освобождена от уплаты таможенных пошлин и НДС на ввозимую технику. Общий режим эксплуатации техники по схеме временного ввоза как для собственных, так и для арендованных самолетов (ввозная пошлина 20%, НДС 18%, рассрочка платежа на 34 месяца) действует для компании с 2006 г. Соответственно, в следующем году таможенные платежи по парку, ввезенному в 2007-2008 гг., будут постепенно завершаться.
- С февраля 2008 г. в качестве общего правила действует нулевая ставка ввозной пошлины на самолеты вместимостью более 300 мест (к ним относятся все Boeing 747 и Boeing 777, но не относятся Boeing 767).

## Маршрутная сеть

Маршрутная сеть ТРАНСАЭРО закономерно отражает особенности ее самолетного парка. Она строится вокруг двух ключевых сегментов – туристического и дальневосточного, к которым добавляются «традиционные» зарубежные направления и новые внутрисоссийские маршруты. Последним ТРАНСАЭРО уделяет особое внимание с конца 2008 г., когда некоторые перевозчики ушли с рынка, освободив место для более эффективных конкурентов. Развитие внутренней сети и особенно дальневосточного сегмента позволили компенсировать последствия сокращения международных перевозок и – за счет мультипликативного эффекта – сгладить этот спад. В результате по доле перевезенных на внутренних маршрутах пассажиров ТРАНСАЭРО в июле 2009 г. – в два раза «более российская» компания, чем год назад (табл. 4).

Таблица 4. Структура трафика по количеству перевезенных пассажиров и пассажирообороту

	7 мес. 2009	7 мес. 2008	Рост	Июль 2009	Июль 2009	Рост
<b>Внутренние линии</b>						
Количество пассажиров	543 642	325 395	67%	139 375	66 969	108%
Пассажирооборот, тыс. пасс.-км	2 497 081	1 374 035	82%	644 529	325 906	98%
Доля по количеству пассажиров	21%	12%	н/д	23%	11%	н/д
Доля по пассажирообороту	26%	14%	н/д	32%	18%	н/д
Длина сегмента, тыс. км	4.6	4.2	9%	4.6	4.9	-5%
<b>Международные линии</b>						
Количество пассажиров	2 021 673	2 347 440	-14%	475 062	540 316	-12%
Пассажирооборот, тыс. пасс.-км	7 087 009	8 421 178	-16%	1 355 023	1 498 666	-10%
Доля по количеству пассажиров	79%	88%	н/д	77%	89%	н/д
Доля по пассажирообороту	74%	86%	н/д	68%	82%	н/д
Длина сегмента, тыс. км	3.5	3.6	-2%	2.9	2.8	3%

Источники: Транспортная клиринговая палата, оценка Ренессанс Капитала

**Направления туризма и отдыха** – как массовые, так и более дорогие – формируют основу маршрутной сети ТРАНСАЭРО. По итогам 2008 г. тремя важнейшими направлениями для авиакомпании стали Анталия (20% пассажирооборота), Шарм-эль-Шейх (8%) и Хургада (7%). В результате Египет и Турция обеспечили 35% пассажиропотока компании. ТРАНСАЭРО не раскрывает детальную информацию об экономике отдельных маршрутов, но, насколько мы понимаем, туристические направления массового сегмента при сравнительно низкой рентабельности генерируют существенную часть операционной прибыли компании из-за больших валовых показателей: летом ТРАНСАЭРО выполняла 8 рейсов Москва – Анталия в день. Машины, обслуживающие этот сегмент, komponуются так, чтобы добиться максимальной вместимости и минимальных издержек на кресло-километр.

На направлениях, где туристический поток меньше, компания использует другую технику. Поскольку они географически более удалены, а платежеспособность пассажиров на них существенно выше, здесь важно в максимально возможной степени дифференцировать цены для разных категорий пассажиров и, соответственно, необходимо использовать самолеты с полной четырехклассной компоновкой (у ТРАНСАЭРО это классы «Имperiал», бизнес, премиальный экономический и туристический). Среди таких направлений – Денпасар (Бали, Индонезия), Бангкок и Пхукет (Таиланд), Мале (Мальдивы), Пунта Кана (Доминиканская Республика), Санья (Хайнань, Китай), Тенерифе (Канарские острова, Испания). Следует подчеркнуть, что на таких маршрутах компания оперативно адаптируется к изменениям спроса и отказывается от тех направлений, где пассажиропоток не оправдывает ожиданий, – например, после начала кризиса были закрыты направления Южной Африки и Австралии.

**Дальний Восток.** Значительная удаленность этого региона с точки зрения формирования маршрутной сети и расписания делает его хорошим дополнением к туристическим направлениям, где также используется дальнемагистральная техника. ТРАНСАЭРО выполняет рейсы во все семь крупных аэропортов региона (Петропавловск-Камчатский, Анадырь, Хабаровск, Владивосток, Южно-Сахалинск, а с этого года также Магадан и Благовещенск). В первом полугодии 2009 г. пассажирооборот компании на Дальнем Востоке вырос на 97%, и она стала крупнейшим перевозчиком в регионе. С мая 2009 г. правительство субсидирует перелеты жителей Дальнего Востока в возрасте младше 23 и старше 60 лет, оплачивая перевозчикам половину регулируемого тарифа. Действие этой программы должно было завершиться 15 сентября, но было продлено до 31 октября. Из 130 тыс. льготных билетов, проданных всеми компаниями за май-июль, доля ТРАНСАЭРО была наибольшей – 47 тыс. билетов.

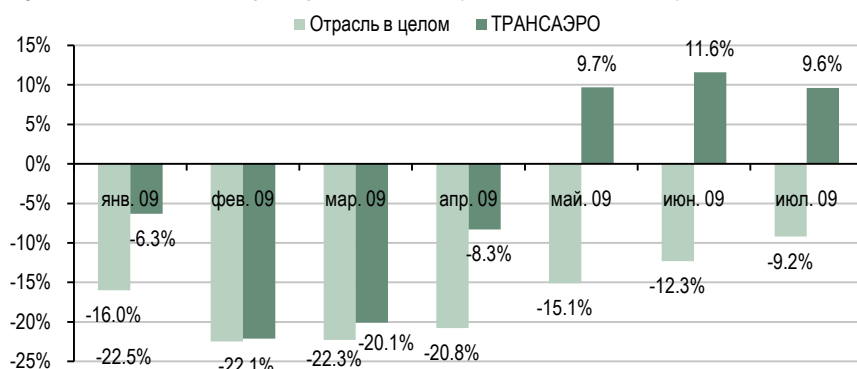
**Другие маршруты.** Традиционными для ТРАНСАЭРО являются рейсы в Израиль и Казахстан (компания – единственный назначенный перевозчик с российской стороны в крупнейшие аэропорты этих стран из Москвы). Список европейских маршрутов и особенно направлений внутри России (без учета Дальнего Востока) у ТРАНСАЭРО гибкий, как и у остальных перевозчиков: компания подстраивается под потребности рынка в зависимости от динамики спроса. При наличии сильного туристического сегмента часть среднемагистрального трафика – это «подвоз» пассажиров для последующей стыковки на южные направления, и такая комбинация обеспечивает хорошее конкурентное преимущество.

С конца 2008 г. ТРАНСАЭРО стремится использовать это преимущество более активно и наращивает свое присутствие на рынке внутренних перевозок. Данные по изменению средней длины полетного сегмента на внутренних маршрутах ясно демонстрируют, что если в начале года существенный прирост давали дальневосточные рейсы (как самые продолжительные), то теперь заметный эффект стали оказывать более близкие направления. С начала 2009 г. компания открыла полеты в Казань, Самару, Уфу, Краснодар, а в восточной части страны – в Иркутск. В целом за семь месяцев года ТРАНСАЭРО удалось увеличить внутренний пассажирооборот в этом сегменте на 82%, и доля таких перевозок в совокупном пассажирообороте выросла с 14% до 26%.

## Операционные результаты

Отраслевая статистика показывает, что в начале 2009 г., особенно в феврале, ТРАНСАЭРО столкнулась с падением спроса на авиаперевозки, по масштабу сопоставимым со среднеотраслевым спадом (-22% по пассажирообороту). Тем не менее, начиная с апреля восстановление объемов перевозок у ТРАНСАЭРО шло быстрее, чем в гражданской авиации России в целом. С апреля и особенно после начала массового туристического сезона ТРАНСАЭРО добилась позитивной динамики пассажирооборота в годовом сопоставлении.

Рисунок 3. Динамика пассажирооборота по месяцам (не накопленным итогом) к 2008 г.



Источник: Транспортная клиринговая палата

Падение доходности стало закономерным следствием того, что в первом полугодии были отменены топливные сборы на рейсы в Израиль и страны СНГ, а на внутренних линиях тарифы бизнес-класса были снижены в среднем более чем в полтора раза. Кроме того, необходимо принять во внимание, что маршрутная сеть компании в первой половине года дополнялась новыми направлениями, а выход на новые рынки всегда сопряжен с невысокой загрузкой и необходимостью предлагать сравнительно низкие тарифы, особенно когда спрос остается слабым.

Таблица 5. Выручка и доходность рейсов по сегментам

	2007	1 пол. 2008	2 пол. 2008	2008	2008 к 2007	1 пол. 2009	1 пол. 2009 к 1 пол. 2008
<b>Выручка по сегментам, млн руб.</b>							
Международные линии	16 278	12 009	17 262	29 271	79.8%	11 730	-2.3%
Внутренние линии	3 539	1 949	3 451	5 400	52.6%	2 850	46.2%
Всего международные и внутренние линии	19 817	13 958	20 713	34 671	75.0%	14 580	4.5%
Грузы	527	325	530	855	62.2%	462	42.2%
Прочие доходы	163	1 103	776	1 879	1 052.8%	1 500	36.0%
<b>Итого доходы</b>	<b>20 507</b>	<b>15 386</b>	<b>22 019</b>	<b>37 405</b>	<b>82.4%</b>	<b>16 542</b>	<b>7.5%</b>
<b>Доля сегментов в выручке</b>							
Международные линии	79%	78%	78%	78%	н/д	71%	н/д
Внутренние линии	17%	13%	16%	14%	н/д	17%	н/д
Грузы	3%	2%	2%	2%	н/д	3%	н/д
Прочие доходы	1%	7%	4%	5%	н/д	9%	н/д
<b>Ставка доходности, руб./факт. пасс.-км</b>							
Всего международные и внутренние линии	1.68	1.75	2.16	1.98	17.3%	1.92	9.8%
Международные линии	1.67	1.73	2.23	2.00	19.8%	2.05	18.0%
Внутренние линии	1.78	1.86	1.88	1.87	5.3%	1.54	-17.3%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

## Издержки

Наша классификация издержек (табл. 6) существенно отличается от используемой в управленческой отчетности ТРАНСАЭРО.

- Мы используем термин «*прямые эксплуатационные издержки*» для тех переменных расходов, которые однозначно распределяются между совершаемыми рейсами. Это топливо, аэронавигационные услуги, питание и обслуживание пассажиров, аэропортовые сборы.

Таблица 6. Операционные затраты

Млн руб., если не указано иное	1 пол. 2008				2 пол. 2008				1 пол. 2009			
	ВВЛ	МВЛ	Всего	Доля	ВВЛ	МВЛ	Всего	Доля	ВВЛ	МВЛ	Всего	Доля
АвиаГСМ	1 068	5 599	6 667	45%	1 867	6 621	8 488	41%	1 356	3 178	4 534	31%
Аэронавигация	91	362	453	3%	117	874	991	5%	72	419	491	3%
Бортпитание	107	385	492	3%	161	520	681	3%	138	355	493	3%
Наземное обслуживание	291	977	1 268	9%	467	2 304	2 771	13%	415	1 288	1 703	12%
Прямые эксплуатационные расходы	1 557	7 323	8 880	60%	2 612	10 319	12 931	62%	1 981	5 240	7 221	49%
Прямые эксплуатационные расходы	8 880		8 880	60%	12 931		12 931	62%	7 221		7 221	49%
Расходы на парк	2 282		2 282	15%	3 760		3 760	18%	2 923		2 923	20%
Расходы на персонал	1 370		1 370	9%	1 653		1 653	8%	1 660		1 660	11%
Прочие расходы	16		16	0%	40		40	0%	135		135	1%
Расходы по продаже активов	1 115		1 115	8%	697		697	3%	1 392		1 392	9%
Косвенные эксплуатационные расходы	4 783		4 783	32%	6 150		6 150	30%	6 110		6 110	42%
Всего эксплуатационные расходы	13 663		13 663	92%	19 081		19 081	92%	13 331		13 331	91%
Коммерческие расходы	390		390	3%	506		506	2%	412		412	3%
Управленческие расходы	754		754	5%	1 178		1 178	6%	967		967	7%
Всего операционные расходы	14 807		14 807	100%	20 765		20 765	100%	14 710		14 710	100%

ВВЛ – внутренние воздушные линии. МВЛ – международные воздушные линии.

Источники: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

- Расходы на парк* (лизинговые платежи, амортизация, таможенные пошлины, техобслуживание, сертификация, запчасти планеров и двигателей) и *расходы на персонал* (летно-технический персонал и так называемые эстафеты) можно разнести по рейсам, но такое разделение будет менее четким. Мы считаем такие издержки условно-постоянными.
- Расходы по продаже активов* – обратная сторона «прочей выручки», которая отражает некоторые торговые операции, связанные с избыточной закупкой запасов топлива и запчастей для флота (финансовый результат от таких операций в первой половине 2009 г. составил 108 млн руб.).
- Коммерческие расходы* на 97% состоят из агентских комиссий за реализованные билеты. Поскольку комиссионные рассчитываются как процент от стоимости проданных билетов, есть прямая связь между коммерческими затратами и операционным денежным потоком компании (а также – с определенным лагом, определяемым «глубиной» продаж, – выручкой).
- В *управленческие расходы* включаются первую очередь зарплата наземного персонала, аренда помещений, командировочные и прочие накладные расходы.

Топливо – основная статья расходов ТРАНСАЭРО; цена на топливо четко определяется на месяц вперед по тем объемам керосина, которые закупает компания в рамках долгосрочных контрактов с Роснефтью, ТНК-ВР и Газпромнефтью (в московском узле, а также в тех региональных аэропортах России, где работают указанные нефтяные компании). По контрактам с этими тремя поставщиками цены фиксируются на предстоящий месяц, а платежи за поставленное топливо должны осуществляться в течение тридцати дней после отгрузки.

В зарубежных аэропортах ТРАНСАЭРО закупает топливо по спот-ценам. Условия оплаты различаются, но в целом предполагают гораздо более короткие сроки, чем в Москве, а в некоторых случаях – предоплату.

Рисунок 4. Цена авиационного керосина



Источники: данные компании, Bloomberg

Насколько нам известно, ни одна из отечественных компаний за последний год не хеджировала цены на топливо; ТРАНСАЭРО не является исключением. Понятно, что динамика цен в это время не располагала к какому-либо хеджированию, но политика компаний была такой же и в 2007 г., что привело к резкому росту расходов на топливо в 2008 г. (у ТРАНСАЭРО доля расходов на топливо в первом полугодии прошлого года выросла до 45% всех операционных расходов).

Можно привести несколько причин, которые затрудняют такое хеджирование. Это в первую очередь отсутствие подходящего торгуемого контракта, котировки которого четко коррелировали бы с ценами на топливозаправочных комплексах в аэропортах России. Свою роль играет и возможность повышения тарифов за счет введения топливных сборов. Отрасль работает исходя из предположения, что спрос на перевозки – по крайней мере для топливно-эффективных авиакомпаний – отличается низкой эластичностью по цене.

## Рентабельность

Традиционно большую часть прибыли ТРАНСАЭРО зарабатывала на международных воздушных линиях – они отличаются более высокой рентабельностью, а также обеспечивают больший вклад в общую структуру операций по сравнению с внутренними воздушными линиями.

Как мы отмечали выше, в первом полугодии было зафиксировано падение доходности на пассажиро-километр ниже средних по 2008 г. показателей – как на международных, так и на внутренних воздушных линиях (табл. 7). Это стало неизбежным следствием усилий удержать трафик и заполняемость рейсов на приемлемых уровнях и отразило заметное снижение цен на туристических направлениях, а также уменьшение средних тарифов бизнес-класса более чем в полтора раза. Тем не менее, это сокращение доходности было более чем компенсировано ощутимым снижением издержек, в первую очередь цен на керосин. В результате в первом полугодии 2009 г. компания улучшила операционную рентабельность (табл. 9).

Таблица 7. Анализ прибыльности по сегментам

	2007		1 пол. 2008		2 пол. 2008		2008		1 пол. 2009	
	ВВЛ	МВЛ	ВВЛ	МВЛ	ВВЛ	МВЛ	ВВЛ	МВЛ	ВВЛ	МВЛ
Прямые удельные эксплуатационные расходы, руб./кресло-км	0.78	0.82	1.01	0.87	1.15	1.14	1.10	1.01	0.74	0.76
Ставка доходности, руб./пасс.-км	1.78	1.67	1.86	1.73	1.88	2.23	1.87	2.00	1.54	2.05
Коэффициент загрузки	79.5%	81.2%	68.3%	82.4%	81.1%	85.5%	75.9%	84.0%	69.0%	83.2%
Рентабельность по прямым издержкам	44.6%	39.3%	20.1%	39.0%	24.3%	40.2%	22.8%	39.7%	30.5%	55.3%

ВВЛ – внутренние воздушные линии. МВЛ – международные воздушные линии.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 8. Удельные показатели прибыльности

	2007	1 пол. 2008	2 пол. 2008	2008	1 пол. 2009
Прямые удельные эксплуатационные расходы, руб./кресло-км	0.81	0.89	1.14	1.03	0.75
Удельные эксплуатационные расходы без расходов на продажу активов и амортизации	1.24	1.25	1.60	1.44	1.22
Операционные расходы без расходов на продажу активов и амортизации	1.36	1.36	1.75	1.57	1.36
Ставка доходности, руб./пасс.-км (по фактическому пассажирообороту)	1.68	1.75	2.16	1.98	1.92
Коэффициенты загрузки	79.5%	80.2%	84.6%	82.6%	79.2%
Рентабельность выручки от пассажирских перевозок (без амортизации и расходов на продажу активов)					
По прямым издержкам	39.2%	36.4%	37.6%	37.1%	50.5%
По эксплуатационным издержкам	7.2%	11.2%	12.3%	11.9%	20.0%
По операционным издержкам	-1.9%	3.0%	4.2%	3.7%	10.5%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 9. Анализ прибыльности в целом по компании

	2007	1 пол. 2008	2 пол. 2008	2008	1 пол. 2009
Выручка	20 507	15 386	22 019	37 405	16 542
Операционная прибыль	320	577	1 254	1 831	1 836
ЕБИТДА	587	731	1 479	2 210	2 108
ЕБИТДАР	2 490	1 787	3 065	4 852	3 675
Операционная рентабельность	1.6%	3.8%	5.7%	4.9%	11.1%
Рентабельность ЕБИТДА	2.9%	4.8%	6.7%	5.9%	12.7%
Рентабельность ЕБИТДАР	12.1%	11.6%	13.9%	13.0%	22.2%

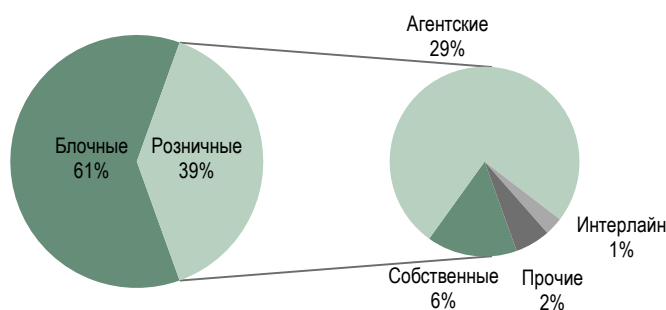
Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

По итогам первого полугодия рентабельность ЕБИТДА ТРАНСАЭРО достигла 12.7%, рентабельность ЕБИТДАР – 22.2%. Для отрасли авиаперевозок это высокие показатели, как по российским, так и по международным меркам.

### Каналы сбыта и коммерческие риски

Блочные продажи<sup>1</sup> – т. е. продажи мест крупными блоками через агентств-туроператоров – у ТРАНСАЭРО в последние годы опережали по темпам роста остальные каналы сбыта, и по итогам 2008 г. их доля достигла 61%. Это еще одно важное отличие бизнес-модели компании от конкурентов. Если чартерная программа на сезон сформирована и полностью обеспечена заявками туроператоров, то теоретически коммерческого риска у ТРАНСАЭРО не остается. Заполнение проданных рейсов становится задачей туроператоров. Авиакомпания обязана лишь обеспечить перевозку по установленной цене – с ее точки зрения обеспечена полная загрузка рейса.

Рисунок 5. Структура продаж по каналам распространения



Источник: данные компании

<sup>1</sup> Различие между чартерными и регулярными рейсами в настоящее время больше связано с международным регулированием режима полетов, а не со структурой продаж. Блоками может распределяться большая часть регулярных рейсов; аналогично, в розничную продажу выставляются и определенные квоты мест на чартерных рейсах.

На практике при кратковременных колебаниях спроса вся недополученная прибыль (или убытки) действительно ложатся на туроператоров, однако при более длительном спаде туристического потока, как это было зимой 2008-2009 г., ТРАНСАЭРО вынуждена идти навстречу туроператорам и корректировать условия соглашений. В любом случае, продажа перелета в одном пакете с другими туристическими услугами позволяет снизить чувствительность спроса к стоимости авиаперевозки. В то же время, сотрудничество с крупнейшими туроператорами устраняет маркетинговые риски и улучшает возможности ТРАНСАЭРО занять запланированную долю рынка.

Что касается валютного риска, расчеты по блочным соглашениям, в которых цены зафиксированы в валюте, происходят за 7 дней до фактического выполнения рейса по курсу Банка России на день платежа. Таким образом, блочные продажи также позволяют хеджировать операционный валютный риск – что невозможно при аналогичной по «глубине» розничной продаже. ТРАНСАЭРО требует от туроператоров выплачивать небольшой страховой аванс – стоимость примерно двух рейсов чартерной программы сезона.

### Структура капитала и долговая нагрузка

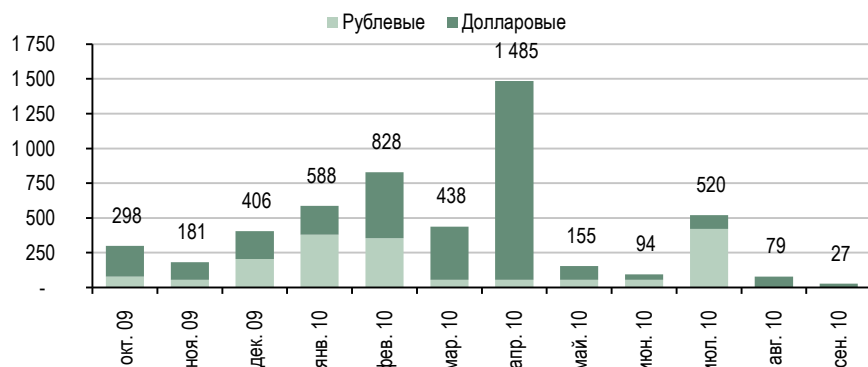
По результатам шести месяцев 2009 г. совокупный финансовый долг ТРАНСАЭРО составлял 11.1 млрд руб. По отношению к EBITDA, полученной за последние 12 месяцев, уровень долга составляет около 3.1, что является сравнительно низким показателем для компаний третьего эшелона.

Если скорректировать долг и включить в его состав капитализированные лизинговые платежи, совокупные финансовые обязательства будут составлять 25.1 млрд руб. При оценке по отношению к показателю EBITDAR – прибыли до процентов, амортизации и лизинговых платежей – относительная долговая нагрузка составит 3.7. Мы включаем в скорректированный показатель долга только минимальные платежи по финансовому лизингу, так как условиями договоров операционного лизинга разрешен сравнительно безболезненный возврат самолетов лизингодателям.

Как и у других представителей сектора, банковские кредиты ТРАНСАЭРО преимущественно краткосрочные. За ближайшие 12 месяцев компания должна будет погасить или пролонгировать кредиты на сумму 5.1 млрд руб. На наш взгляд, график погашения является относительно равномерным (рис. 6). Здесь, однако, необходимо сделать следующие оговорки.

- Пик выплат в апреле 2010 г. в основном связан с большим платежом (порядка USD42 млн) по кредитной линии крупного частного российского банка. Соответствующее обязательство, насколько мы понимаем, обеспечено залогом основных средств, приобретенных с использованием этой линии. Менеджмент ожидает, что указанное обязательство будет рефинансировано – вероятнее всего, в том же банке.

Рисунок 6. Структура банковских кредитов по срокам погашения на ближайший год, млн руб.



Источник: данные компании

- Второй по величине пик выплат – в феврале – компания планирует частично обеспечить за счет поступлений от возврата НДС по экспортным операциям (международным перевозкам). По оценкам руководства, соответствующие денежные поступления должны составить 600-800 млн руб.
- Кроме того, авиакомпания планирует направить около 1.5 млрд руб. от предстоящего облигационного займа на цели рефинансирования. Это позволит устранить «промежуточные» пики платежей за счет крупного единовременного погашения во время оферты – через год.

Как и большинство эмитентов третьего эшелона, ТРАНСАЭРО по-прежнему сильно зависит от доступности банковского финансирования. Тем не менее, в кризисный период компания продемонстрировала хорошую способность рефинансировать долговые обязательства. С октября 2008 г. по август 2009 г. совокупные обороты по погашению и привлечению долга составили соответственно 8 млрд руб. и 7.6 млрд руб. (для валютных кредитов – по среднему курсу месяца привлечения или погашения). Рост долговой нагрузки, отражаемой на балансе компании по РСБУ, за этот период был связан только с отрицательной курсовой разницей – на текущий момент примерно три четверти финансового долга номинировано в долларах.

Наибольшие объемы финансирования начиная с декабря 2008 г. ТРАНСАЭРО предоставляли Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Промсвязьбанк, Росбанк и Русский банк развития. Мы полагаем, что если операционные показатели компании будут оставаться хорошими, а аппетит к риску крупнейших банков не станет слабее, чем прошлой зимой, вероятность серьезных перебоев в доступе ТРАНСАЭРО к рефинансированию невысока.

В настоящее время в залоге по банковским кредитам находится пять воздушных судов (три Boeing 747-200 у Росбанка и два Boeing 747-300 у Промсвязьбанка). Обычно планеры и двигатели являются различными объектами залогов; на текущую дату заложен также 21 авиационный двигатель по кредитам, полученным в Сбербанке, ВТБ и Русском банке развития зимой 2008-2009 гг.

Осознавая необходимость усиления структуры финансирования за счет привлечения нового акционерного капитала, ТРАНСАЭРО еще до кризиса начала подготовку к выводу своих акций на биржу. В 2007 г. в состав ее акционеров вошли фонды под управлением Prosperity Capital Management и компании Тройка Диалог. ООО «ТРАНСАЭРО-финансы», 100%-ной дочерней структуре ТРАНСАЭРО, сейчас принадлежит немногим менее 15% акций компании, и именно эти казначейские акции могут быть предложены инвесторам. По нашему мнению, дробление акций, которое должно завершиться в октябре-ноябре, сделает потенциальное размещение акций на бирже более удобным.

# Приложение.

## Как читать отчетность ТРАНСАЭРО

1. **Основные средства.** Самолеты, получаемые в лизинг, отражаются на забалансовых счетах. Находящиеся в собственности машины учитываются по небольшой остаточной стоимости. Незавершенное строительство включает в основном не введенные в эксплуатацию самолеты, двигатели, блоки кресел.
2. **Расходы будущих периодов.** В запасах, а точнее в расходах будущих периодов, появляются резервы на ремонт воздушных судов и страховые депозиты, внесенные лизингодателям. Резервы на ремонт воздушных судов отчисляются лизингодателям и накапливаются у них до момента осуществления и оплаты тяжелых форм технического обслуживания самолетов (так называемых *D-checks*). Страховые депозиты по лизингу также хранятся у лизингодателей и могут быть использованы для оплаты последних ежемесячных платежей перед завершением срока действия лизинга либо зачтены в счет штрафных санкций при досрочном расторжении лизингового контракта и возврата самолета от перевозчика собственнику.
3. **Доходы будущих периодов.** Доходы признаются компанией в момент осуществления перевозки. При подписании соглашений о блочных продажах компания отражает в своей отчетности доходы будущих периодов и дебиторскую задолженность туроператоров. Дебиторская задолженность по расчетам с туроператорами является самой крупной статьей в балансе. Она имеет максимальную величину перед началом очередного сезона, а затем постепенно снижается. Денежные средства, полученные через розничные каналы продаж (или соответствующая дебиторская задолженность), также отражаются как доходы будущих периодов.
4. **Авансы выданные** – это в первую очередь платежи лизинговым компаниям по контрактам на предстоящие поставки самолетов, за топливо по контрактам, предусматривающим предоплату, а также за авионавигацию за рубежом.
5. **Переплата по налогам и сборам** (внутри дебиторской задолженности). На этом счете отражается в первую очередь НДС по доходам от международных перевозок к возврату из бюджета. НДС возвращается ежеквартально.

# 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

123317, Москва  
Пресненская набережная, 10  
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 макроэкономики  
и анализа долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

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

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

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Милена Иванова-Вентурини  
Армен Гаспарян

**Медиа и ИТ, сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 4350  
Дэвид Фергусон  
DFerguson@rencap.com

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Борис Красноженов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
Ирина Елиневская  
Ильдар Давлетшин  
Татьяна Калачева

**Потребительский сектор  
и сельское хозяйство**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Ульяна Типсина

**Телекоммуникации и транспорт**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким

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

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWaving@rencap.com  
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок  
долговых обязательств**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Петр Гришин  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков  
Анастасия Головач  
Антон Никитин

**Рынок Средней Азии**  
+ 7 (727) 244 1544  
Милена Иванова-Вентурини  
Татьяна Калачева

**Рынок Украины**  
+ 38 (044) 492 7383  
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 258 7785  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Мичико Фокс  
Марк Портер  
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7770 x4001  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Юлия Гопова  
Екатерина Лизунова