

20 февраля 2012

Специальный комментарий к размещению облигаций Трансаэро БО-1

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- По итогам 2011 года в авторитетном международном рейтинге JACDEC (немецкий исследовательский центр) Трансаэро вошла в число пяти самых безопасных авиакомпаний Европы, а также в число 15 наиболее безопасных авиакомпаний мира;
- В 2011 году парк Трансаэро пополнился 17 новыми воздушными судами;
- Доля Трансаэро в общем пассажирообороте гражданской авиации России за 2011 год достигла 19,9%;
- За 2011 год пассажирооборот компании составил 33,2 млрд пассажирокилометров, что на 26,2% больше, чем за аналогичный период прошлого года;
- В 2011 году компанией было перевезено около 8,5 млн человек, что на 27,2% больше, чем в 2010 году;
- Маршрутная сеть Трансаэро охватывает свыше 150 направлений по России и зарубежным странам Европы, Азии, Америки и Африки.

Параметры выпуска

Выпуск	Трансаэро БО-1
Объем размещения	2,5 млрд рублей
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	через 1,5 года
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	11,83-12,89
Доходность к оферте (по оценке UFS), % годовых	от 12,7
Кредитный рейтинг (Moody's/S&P /Fitch)	-/-/-

Отрасль авиаперевозок

Согласно данным Международной Ассоциации Воздушного Транспорта (ИАТА) и Федерального Агентства Воздушного Транспорта (ФАВТ), в 2011 году пассажирские перевозки продолжили свой рост. Несмотря на ухудшающиеся экономические прогнозы, за семь месяцев 2011 года увеличение объема пассажирских перевозок (в пассажирокилометрах) составило 4,6%. Показатели международных пассажирских перевозок в пассажирокилометрах возросли на 7,8%, что намного лучше результатов по внутренним перевозкам. Латинская Америка остается самым перспективным регионом для роста и продолжает демонстрировать устойчивый рост.

Кроме того, Международная ассоциация воздушного транспорта (ИАТА) объявила в конце сентября прошлого года о повышении прогнозов показателей прибыли авиакомпаний по итогам 2011 года с €4 до €7 млрд.

Россия также превосходит среднемировые показатели роста отрасли. Так, за семь первых месяцев прошлого года рост пассажирооборота составил 12,4%. Согласно статистике, россиянин пользуется воздушным транспортом 0,4 раза в год, что в 3-4 раза меньше европейского показателя. Коэффициент загрузки российских авиалиний

Финансовые результаты, млн рублей

	2 010	9М 2011
Выручка	60 865	61 796
ЕБИТДА	7 132	4 427
Финансовый долг	15 764	24 737
Чистый долг	14 739	23 697

Основные коэффициенты

	2 010	9М 2011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,7	0,6
Чистый долг/ЕБИТДА	2,1	3,1
Рентабельность по ЕБИТДА, %	11,7%	7,2%

Кредитный рейтинг

	Moody's	S&P	Fitch
	-	-	-

Рублевые облигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Трансаэро-1	100,2	10,86



составляет 76%, демонстрируя небольшое отставание от среднемировых показателей 77,7% в среднем по миру.

Основной проблемой российского рынка авиаперевозок по-прежнему остается: изношенность авиасудов и проблема безопасности, высокие топливные и эксплуатационные расходы.

Чуть более половины российского рынка приходится на пять основных игроков: Аэрофлот, Трансаэро, Сибирь, ЮТэйр, Оренбургские авиалинии. Трансаэро занимает второе место на рынке авиаперевозок после Аэрофлота.

Такие тенденции по отрасли в целом создают благоприятные условия и для дальнейшего развития компании Трансаэро.

Сделки M&A в отрасли авиаперевозок

В настоящее время мировой рынок перенасыщен авиакомпаниями. По всему миру существуют сотни перевозчиков. Основными целями сделок по слиянию и поглощению является: снижение топливных и эксплуатационных расходов, оптимизация и расширение сети маршрутов для увеличения пассажиропотоков.

Российские компании на данный момент не столь активно вовлечены в процесс слияний и поглощений. Основной причиной этого является закрытость отечественного авиарынка для иностранных авиаперевозчиков в связи с высокой долей госучастия и госконтролем над отечественными авиакомпаниями. Однако это никак не отражается на развитии маршрутов иностранных участников рынка авиаперевозок. Подобная закрытость отечественного рынка авиаперевозок негативно влияет на процессы переговоров с иностранными участниками рынка, а также усложняет продвижение на иностранные рынки российских авиакомпаний. К примеру, для введения в России электронных билетов потребовалось вносить поправки в законодательство и согласовать изменения с Минфином. Россия тогда нарушила все сроки перехода на систему электронных билетов, но ввиду значительного объема российского рынка сроки были продлены на полгода.

В настоящее время в России существует более 170 авиаперевозчиков. По мнению экспертов, российским авиакомпаниям также необходимо выходить на мировой рынок, поскольку, например, спрос европейцев на услуги авиаперевозчиков больше, а покупательская способность европейцев намного выше россиян.

Кредитный профиль

Совокупный объем финансового долга Трансаэро по итогам 9М 2011 года 24,7 млрд рублей, что в 1,6 раза выше показателя на начало прошлого года. Увеличение долга обусловлено ростом как краткосрочного долга почти на треть за 9 месяцев 2011 года – до 15 млрд рублей, так и долгосрочного долга в 2,2 раза – до 9,8 млрд рублей. Доля краткосрочного долга в совокупном долге компании составляет около 2/3.

При этом стоит отметить, что денежные средства по итогам 9М 2011 года составляли лишь 1,04 млрд рублей.

Доля основных игроков рынка авиаперевозок России по итогам первиз семи месяцев 2011 года, %



Источник: данные Росавиации, расчеты UFS



Следует отметить, что в результате кризиса 2008 года доходы по отрасли в целом сильно упали. На восстановление отрасли авиаперевозок компаниям потребовалось около года. Однако такие положительные результаты имеют обратную сторону, долговая нагрузка всех игроков на рынке сильно возросла.

Следовательно, мы оцениваем финансовый риск эмитента как высокий.

Показатели покрытия долга Трансаэро остаются на высоком уровне. Так, показатель Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 9М 2011 года достиг значения 3х, тогда как на начало 2011 года его значение составляло 2,5х.

В материалах к размещению выпуска говорится, что компания планирует направить привлеченные от размещения нового займа средства на модернизацию и перекомпоновку воздушных судов с целью улучшения комфортабельности для пассажиров, а также на введение новой услуги – возможность пользоваться широкополосным интернетом на борту самолетов.

В мае текущего года предстоит пройти оферту по рублевому выпуску эмитента суммарным объемом 3 млрд рублей. Мы полагаем, что средства, полученные от размещения нового облигационного займа, компания частично направит на исполнение своих обязательств по оферте в мае текущего года.

Финансовые результаты

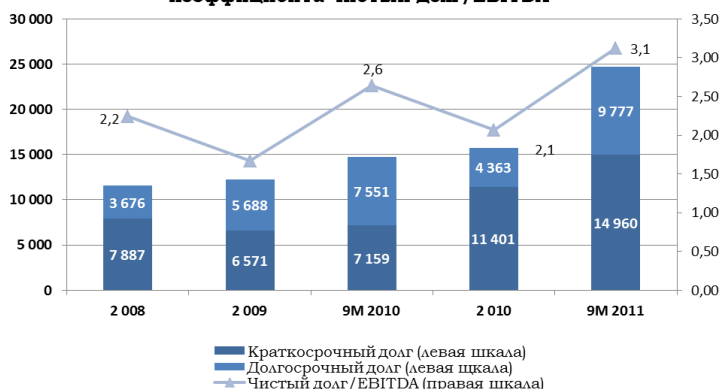
Благодаря активному развитию рынка авиаперевозок в России, компания смогла продемонстрировать неплохие результаты в 2011 году.

Выручка Трансаэро за 9М 2011 года достигла почти 62 млрд рублей, что на 40% выше показателя за аналогичный период 2010 года. ЕБИТДА компании также продемонстрировала рост. Так, по итогам 9М 2011 года она составила 4,4 млрд рублей, что на 12% выше значения за 9М 2010 года. Такие финансовые результаты позволили увеличить чистую прибыль с 405 млн рублей за 9М 2010 года до 516 млн рублей за 9М 2011 года.

При этом показатель рентабельности по ЕБИТДА по итогам 9М 2011 года составил 7% против 9% за 9М 2010 года. Невысокие показатели рентабельности характерны для всех авиаперевозчиков поскольку обусловлены ценами на топливо, цены на которое являются непредсказуемыми, а в последние годы и очень высокими.

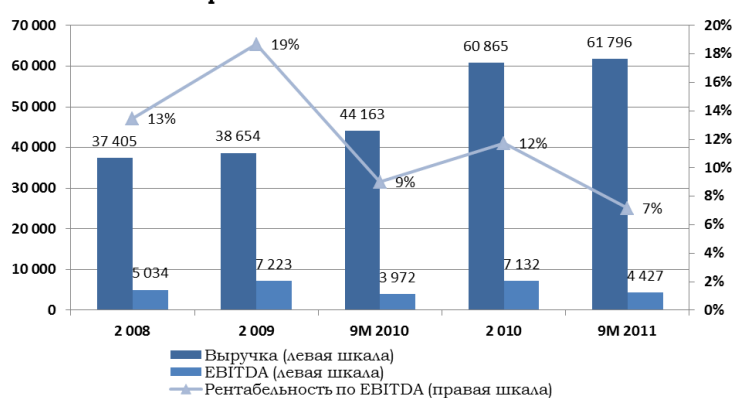
Хорошие финансовые результаты компании на фоне растущего рынка авиаперевозок позволяет компании несколько нивелировать негативный фактор роста долговых показателей.

Динамика и структура долга (млн руб.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика выручки (млн руб.), ЕБИТДА (млн руб.) и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS



Рублевые облигации

В настоящее время на рынке обращаются облигации Трансаэро 1-й серии объемом эмиссии 3 млрд рублей с погашением в октябре 2013 года. Оферта по займу предусмотрена в мае текущего года. Кроме того, в ноябре 2010 года по выпуску прошла оферта, в ходе которой инвесторы не предъявили ни одной бумаги к выкупу. Таким образом, весь объем остался в обращении.

Выпуск Трансаэро БО-1 на 2,5 млрд рублей маркируется сейчас с доходностью к 1,5-годовой оферте на уровне 11,83-12,89% годовых. Книга заявок на покупку облигаций будет открыта с 14 по 21 февраля. Размещение облигаций намечено на 2 марта. На наш взгляд, участие в займе может быть интересно для инвесторов, склонных к риску.

Название выпуска	Объем эмиссии, млрд рублей	Дата погашения	Оферта	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая доходность, % годовых	Текущая цена, % от номинала
Трансаэро-1	3	23.10.2013	03.05.2012	11,85	10,86	100,2

Источник: данные Cbonds, QuoteTerminal, расчеты UFS

Для оценки планируемого займа Трансаэро БО-1 на 2,5 млрд рублей мы рассмотрели отчетности Аэрофлота, ЮТэйр и АК Сибирь. По масштабам деятельности, по доле рынка и по основным финансовым показателям Трансаэро наиболее сопоставим с Аэрофлотом. Аэрофлот является самым близким конкурентом Трансаэро. При этом по масштабам бизнеса Трансаэро значительно уступает Аэрофлоту: по объему активов и по показателю выручки более чем в 2 раза, показатель EBITDA Трансаэро в 4 раза меньше Аэрофлота.

Показатель, млн рублей	Трансаэро	Аэрофлот	ЮТэйр	Сибирь
Активы	65 727	153 278	н/д	17 990
Финансовый долг	24 737	43 726	н/д	9 965
Выручка	61 796	124 931	35 915	14 442
ЕБИТДА	4 427	20 668	н/д	744
Чистая прибыль	516	12 230	131	331
Финансовый долг/ЕБИТДА	5,6	2,1	н/д	13,4

Источник: данные Bloomberg, отчетность компаний, расчеты UFS

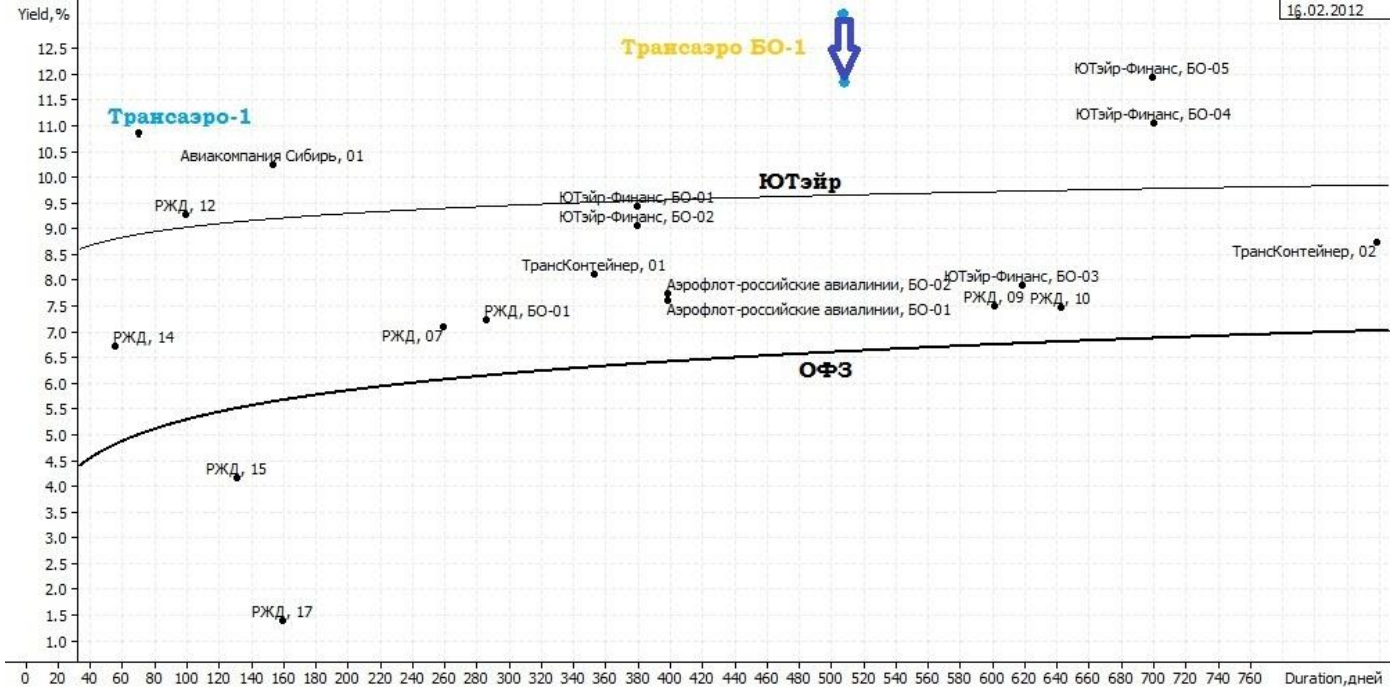
Стоит отметить, что бумаги нового займа Трансаэро не удовлетворяют требованиям для включения их в Ломбардный список, что существенно снижает их инвестиционную привлекательность. Однако то, что бумаги выпуска являются биржевыми, несколько увеличивает интерес потенциальных инвесторов.

Учитывая все выше изложенное, мы полагаем интересным, участие в займе Трансаэро БО-1 для инвесторов, склонных к риску, с доходностью ближе к верхним уровням маркируемого диапазона: от 12,7% годовых.



Некоторые рублевые облигации авиаперевозчиков и транспортных компаний

16.02.2012



Приложение

Показатели, млн рублей	2 008	2 009	9М 2010	2 010	9М 2011
Выручка	37 405	38 654	44 163	60 865	61 796
Операционная прибыль	4 660	6 682	3 442	6 706	3 747
ЕБИТДА	5 034	7 223	3 972	7 132	4 427
Процентные расходы	823	1 523	1 272	1 767	1 671
Активы	21 775	26 451	44 212	43 288	65 727
Финансовый долг	11 563	12 259	14 710	18 764	24 737
Краткосрочный долг	7 887	6 571	7 159	11 401	14 960
Долгосрочный долг	3 676	5 688	7 551	4 363	9 777
Денежные средства	281	207	741	1 025	1 040
Чистый долг	11 282	12 052	13 969	14 739	23 697

Показатели	2 008	2 009	9М 2010	2 010	9М 2011
Коэффициенты					
Финансовый долг/активы	0,53	0,46	0,33	0,46	0,38
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,68	0,54	0,49	0,61	0,60
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,30	1,70	-	2,63	3,26
Чистый долг/ЕБИТДА	2,24	1,67	-	2,49	3,12
ЕБИТДА/проценты	6,11	4,74	3,12	4,04	2,65
Рентабельность по ЕБИТДА	13,5%	18,7%	9,0%	11,7%	7,2%

Примечание:

- Отчетность компаний Трансаэро, ЮТэйр и АК Сибирь рассматривается по РСБУ, если не указано иное;
- Отчетность компании Аэрофлот рассматривается по МСФО;
- Итоги торгов корпоративными облигациями на 16.02.12

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

