

КРУПНЫМ ПЛАНОМ: Авиаационные займы Присутствие авиакомпаний на долговом рынке невелико но будет расширяться

Облигационный займ ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр», размещаемый 24 ноября 2004 года, должен стать вторым за всю историю выходом российской авиакомпании на организованный долговой рынок. Ранее облигации размещала авиакомпания «Самара», кроме нее вексельные программы имеют все тот же «ЮТэйр» и «Трансаэро».

Нужны ли перевозчикам деньги

Столь незначительное внимание авиаперевозчиков к долговому рынку объясняется достаточно просто – в отличие от промышленности типичная авиакомпания не имеет дефицита наличности, потребители не задерживают оплату поставок, нет необходимости срочных проплат за сырье. Авиабилеты продаются в основном за наличные, покупает их самый платежеспособный потребитель – население, задержать платеж невозможно. Несколько иная ситуация складывается в случае, если авиакомпания предоставляет услуги перевозчика госструктурам, но при нормализации ситуации с финансированием бюджетных расходов у государственных структур также не возникает проблем с оплатой услуг авиаперевозчиков. При отсутствии проблем с финансированием текущих расходов выход на российский фондовый рынок с займами становится бессмысленным, так как для финансирования инвестиционных расходов нужны совершенно другие условия. Видимо, это и является основной причиной отсутствия долговых бумаг авиаперевозчиков на фондовом рынке.

Но ситуация начинает постепенно меняться, стоимость средств постепенно снижается, а срок привлечения растет, что позволяет авиакомпаниям рассматривать фондовый рынок в качестве источника финансирования в том числе и расходов на поддержание и обновление авиапарка. Это особенно актуально, если стоимость воздушных судов невелика, и они быстро окупаются. В реальности привлечь 100 миллионов долларов для покупки нового Боинга, как и 50 миллионов на новый ИЛ невозможно. А привлечь 20 миллионов долларов и приобрести на эти деньги 8 вертолетов, которые при грамотной эксплуатации окупятся через 3-5 лет вполне реально. В условиях, когда компания активно расширяет свою деятельность и открывает новые маршруты, а существующего парка недостаточно, фондовый рынок может оказаться наиболее приемлемым источником финансирования.

Другим перспективным направлением расходования средств, на которое могут быть привлечены денежные средства с рынка по текущим ставкам, являются инвестиции в расширение маршрутной сети, что позволит использовать текущий парк компании более эффективно. Ни для кого не секрет, что российские авиакомпании уступают в эффективности использования авиационного парка своим европейским аналогам в несколько раз. Так налет самолета в Европе приближается к 600 часам в месяц, в то время как редко кто из российских авиаперевозчиков в состоянии налетать на списочной машине 250-300 часов. Кроме того, загрузка рейсов в Европе уверенно превышает 80 процентов, в то время как лучшие российские компании показывают 70 процентную загрузку, и то только на международных рейсах. Именно по этой причине европейцы в состоянии предложить конкурентные цены при использовании более дорогой техники, и здесь у российских компаний есть существенный потенциал для роста. Первым шагом в повышении эффективности использования техники может стать создание пересадочных узлов (хабов) в крупных аэропортах. Инвестиции в эти проекты окупаются достаточно быстро, поэтому денежные средства для этого могут привлекаться путем размещения облигаций и даже векселей.

Состояние отрасли

Начавшийся в 2001 году рост объемов авиаперевозок в стране продолжается и в 2004 году, при этом темпы его не снижаются. Если рост пассажирских перевозок в 2002 год был на уровне 7,6 процентов, то по итогам 8 месяцев 2004 года количество пассажиров выросло на 18,7 процентов по отношению к соответствующему периоду 2003 года. Наибольший рост зафиксирован в сегменте международных перевозок, при этом наибольший рост количества перевезенных пассажиров (по итогам 8 месяцев 2004 года 30,6 процентов) приходится на перевозки между РФ и странами СНГ.

Несколько менее радужная ситуация складывается с внутренними перевозками пассажиров, но и здесь наблюдается рост, чего не скажешь о местных авиаперевозках, объем которых падает. Так если за 8 месяцев 2003 года на местных авиалиниях было перевезено почти 1 118 тыс. пассажиров, то за аналогичный период 2004 года – менее 1 076 тысяч.

Рост перевозок грузов за 8 месяцев 2004 года составил 2,3 процента, при этом наибольший рост пришелся на международные грузоперевозки в пределах СНГ, при этом доля грузовых перевозок в пределах СНГ также невысока.

Внутренние грузоперевозки за 8 месяцев 2004 года снизились, наибольшее снижение, как и в случае с перевозками пассажиров, зафиксировано на местных авиалиниях.

Растут и показатели эффективности деятельности авиакомпаний, так за 8 месяцев 2004 года выросла занятость кресел (0,7 процентных пункта) и коммерческая загрузка (1,3 процентных пункта). При этом наибольший рост опять зафиксирован международных авиалиниях, а на внутренних авиалиниях и, особенно, на местном уровне наблюдается спад.

Лидирующая двадцатка российских авиаперевозчиков по состоянию на конец августа 2004 года выглядела так.

№	Авиакомпания	Пассажирооборот, млн. пасс. км	К прошлому году, процентов	Перевезено пассажиров, тыс. чел.	К прошлому году, процентов
1	Аэрофлот	13 750.8	115.7	4 395.5	113.4
2	Сибирь	6 922.1	111.8	2 614.1	116.0
3	Красноярские АЛ	4 140.9	144.9	1 377.5	147.2
4	Пулково	3 811.2	121.8	1 925.1	117.9
5	Трансаэро	3 006.7	204.1	921.4	188.0
6	Домодедовские АЛ	2 386.3	95.9	491.9	97.1
7	Уральские АЛ	1 910.9	137.4	702.2	126.0
8	ЮТэйр	1 743.0	111.8	985.2	107.0
9	Дальавиа	1 534.5	111.7	432.6	112.5
10	Владивосток Авиа	1 151.0	155.8	381.5	153.7
11	Континентальные АЛ	1 098.0	136.7	403.3	133.5
12	ВАСО	990.2	134.7	385.9	131.7
13	ГТК "Россия"	953.0	146.4	423.3	122.5
14	Энкор	808.7	109.8	355.5	116.7
15	Ист Лайн	797.4	121.6	314.9	120.6
16	Кавминводьявиа	741.2	100.0	352.6	97.2
17	Когалымавиа	732.0	123.0	341.8	119.1
18	Башкирские АЛ	685.8	154.7	349.1	127.8
19	Оренбургские АЛ	638.4	283.9	336.8	272.3
20	Аэрофлот-Дон	606.5	123.4	398.9	121.1

Источник: данные ТКП

Авиакомпании, осуществляющие заимствования на российском фондовом рынке занимают 5 и 8 места по пассажирообороту и, соответственно, 6 и 5 места по количеству перевезенных пассажиров. Авиакомпания «Самара», выпустившая облигации, в список 20 крупнейших авиакомпаний России не входит.

Несмотря на в целом благоприятную ситуацию в отрасли, весьма вероятно, что далеко не все авиакомпании переживут наступающую зиму. Зимой сокращается количество отпускников, направляющихся на отдых, а те немногие, кто решается брать отпуск зимой, ориентируются или на Азию, а туда летает ограниченное число авиаперевозчиков, располагающих дальнемагистральными лайнерами, или на Египет – туда летает парк ИЛ-86, также сосредоточенный у ограниченного количества авиакомпаний. Внутророссийские авиаперевозки в зимний период практически не сокращаются, поэтому зимой многие авиакомпании переориентируют самолеты с международных рейсов на внутренние, но для этого необходимо располагать широкой маршрутной сетью, которая реально есть только у нескольких крупных авиакомпаний. Большинство мелких авиаперевозчиков, после отмены квотирования внутренних авиаперевозок столкнулись с проблемой высокой конкуренции со стороны лидеров отрасли, таких как «Аэрофлот» и «Сибирь». Приход этих компаний на отдельные направления привел к падению тарифов на этих направлениях в разы и сделал невозможным дальнейшее существование на этих направлениях мелких авиаперевозчиков. Правда, некоторым авиакомпаниям удастся сохранять направления и позиции в отрасли без демпинга. Так по направлению Москва-Казань помимо авиакомпании «Татарстан», которой это направление принадлежало изначально, летает «Сибирь» с более низкими тарифами, но если у «Татарстана» рейсы выполняются в течение дня, то «Сибири» в Казани выделили только ночной слот (период времени, для осуществления взлета-посадки). Аналогичная ситуация на направлении Москва-Сургут, где режим наибольшего благоприятствования имеет авиакомпания «ЮТэйр», что позволяет ей удерживать достаточно высокие тарифы, в то время как в соседний Нижневартовск, куда летает много авиакомпаний тарифы ниже.

Однако, стратегия, направленная только на сохранение существующей маршрутной сети при отсутствии расширения деятельности на другие направления, может оказаться недостаточной. Самую агрессивную стратегию по захвату внутреннего рынка избрали компании «Аэрофлот» и «Сибирь», но эта стратегия характеризуется низкими или даже демпинговыми тарифами, что не позволяет компаниям получать высокую прибыль, и заставляет их экономить буквально на всем. Особенно такая экономия отличает авиакомпанию «Сибирь», которая приобрела репутацию недорогого перевозчика с минимальным сервисом. В то же время, стратегия, реализуемая компанией «ЮТэйр», показывает, что можно расширять деятельность и без демпинга. Так 16 ноября авиакомпания открыла ежедневный рейс по направлению Москва-Санкт-Петербург, это направление характеризуется высоким пассажиропотоком и высокой конкуренцией, в то же время тарифы авиакомпании ненамного ниже тарифов «хозяина» направления, авиакомпании «Пулково» и превышают тарифы «Трансаэро».

Открытие рейса Москва-Санкт-Петербург производится в рамках программы по созданию хаба в аэропорту Внуково, который позволит связать северную столицу авиасообщением с центральной Россией, Поволжьем, Уралом и Западной Сибирью, где компания имеет разветвленную маршрутную сеть. Создание хаба во Внуково позволит более эффективно использовать парк авиакомпании, состоящий в основном из ближне- и среднемагистральных самолетов, доведя его загрузку на внутренних линиях до уровня международных рейсов.

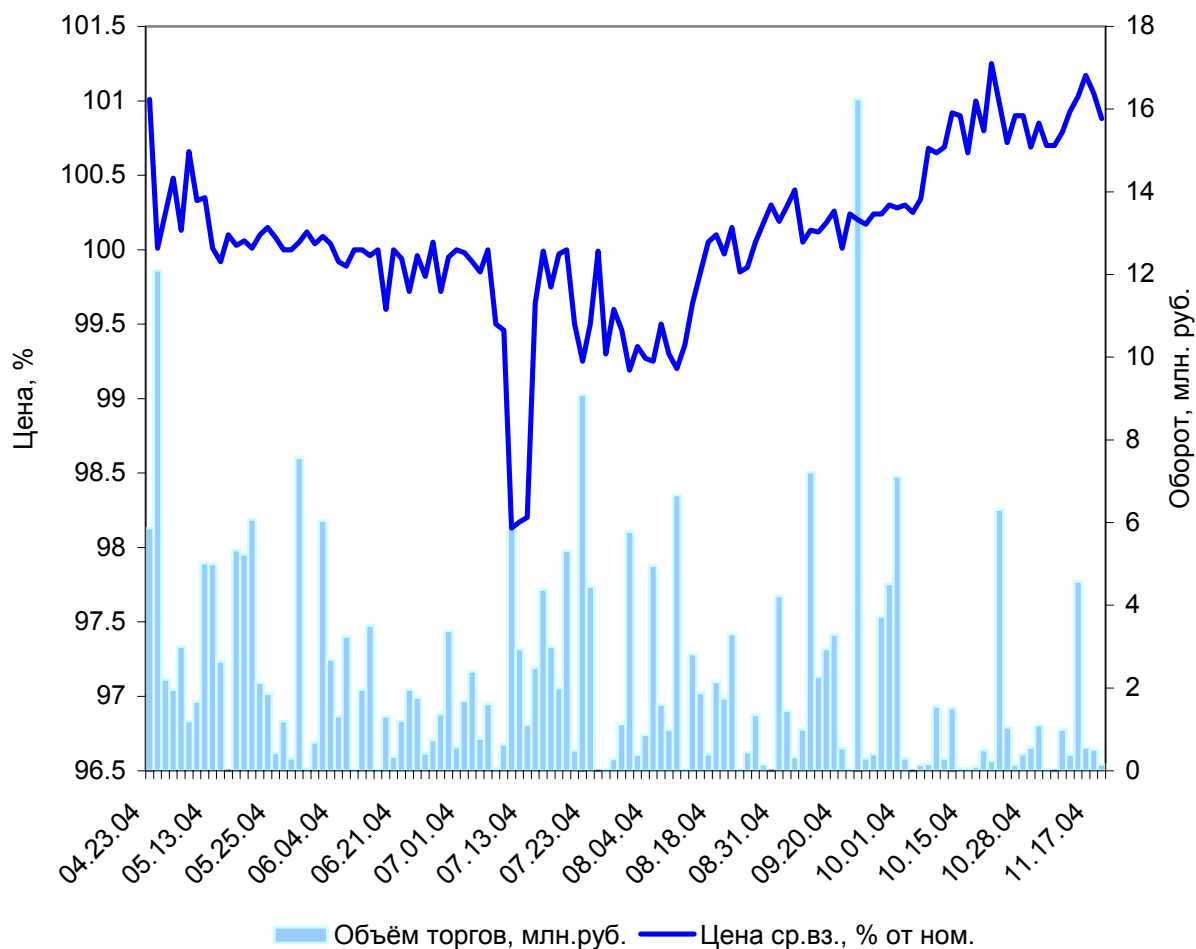
Очевидно, что осуществление таких планов требует серьезных затрат, что ухудшает показатели компании в краткосрочной перспективе.

Рынок авиационных долговых бумаг

На данный момент рынок долговых ценных бумаг авиаперевозчиков в России представлен только векселями авиакомпаний «ЮТэйр» и «Трансаэро», а также облигациями авиакомпании «Самара». В отличие от векселей, которые обращаются на внебиржевом

рынке, облигации торгуются на бирже, и мы можем получать достоверную информацию о ценах объемах торгов.

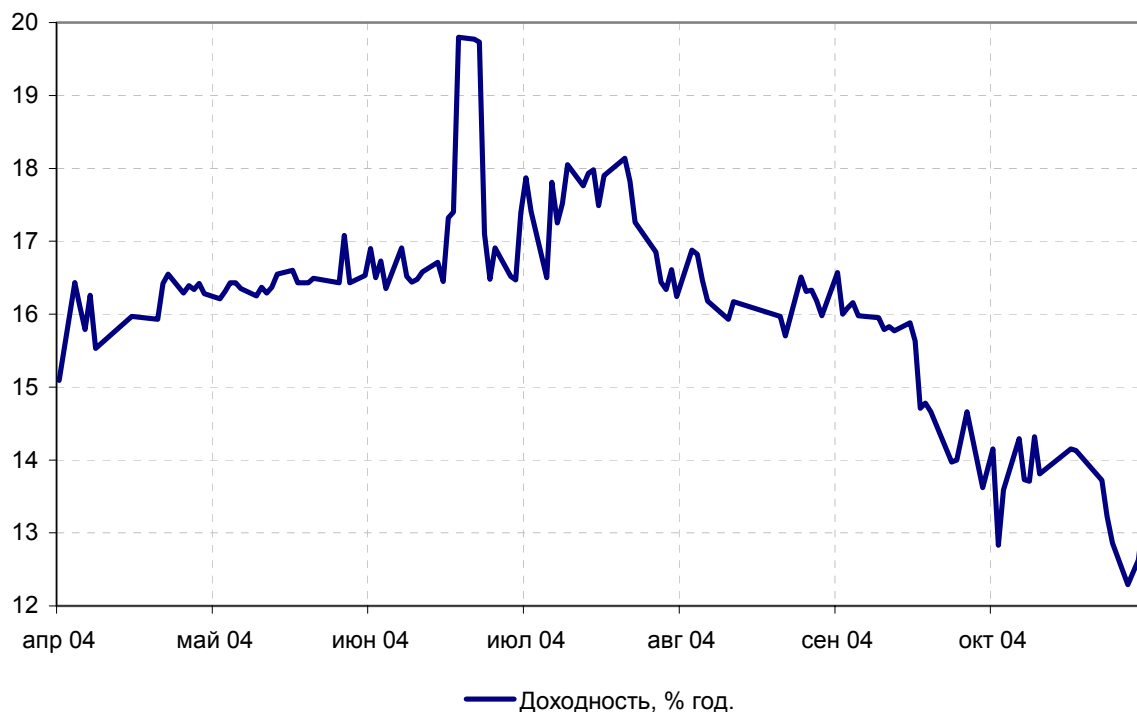
Цены и объем торгов облигациями а/к Самара,



Источник: данные ММВБ

Как видно из диаграммы, цена облигаций достаточно стабильна, она находится на уровне 99-101 процент от номинала в течение последних 7 месяцев. Небольшой провал, на наш взгляд, связан с появлением сообщений о продаже авиакомпании в связи с невозможностью конкурировать на ряде направлений с ведущими авиаперевозчиками. Тем не менее, согласно сообщениям ряда СМИ, покупателя на пакет акций, принадлежащий менеджменту, не нашлось, и компания вступила в альянс, создаваемый авиакомпанией «КрасЭйр», что привело к росту стоимости ее ценных бумаг. Еще более наглядно это демонстрирует диаграмма, показывающая изменение доходности облигаций. Так в последнее время доходность снизилась, нельзя исключить, что основной причиной снижения стало появление новых перспектив развития в связи со вступлением в альянс.

Доходность облигаций а/к Самара



Источник: расчеты группы «РЕГИОН»

Что касается авиакомпаний «ЮТэйр» и «Трансаэро», здесь мы не можем столь наглядно продемонстрировать поведение котировок долговых бумаг, но, по данным трейдеров, можно утверждать, что доходность бумаг этих компаний ниже, что отражает уверенное положение на рынке обоих авиаперевозчиков.

Тем не менее, бизнес авиакомпаний «ЮТэйр» и «Трансаэро» существенно различается. «Трансаэро» летает на самолетах иностранного производства, которые компании не принадлежат, то есть, взяты в лизинг. Несмотря на некоторые преимущества такой структуры парка, такие как меньший расход топлива, компания имеет также большие текущие расходы на платежи по лизингу, а также более высокие затраты на поддержание летной годности и ремонт.

«ЮТэйр» имеет парк самолетов, преимущественно состоящий из Ту-134 и Ту-154 российского и советского производства, которые находятся в собственности компании. Несмотря на то, что эти самолеты имеют больший расход топлива, их использование сегодня достаточно эффективно, так как остаточная балансовая стоимость приближается к нулю, а стоимость машины класса Ту-134 в хорошем состоянии на вторичном рынке – менее миллиона долларов, в то же время летать самые старые из них могут еще 10-15 лет. Техобслуживание компания осуществляет собственными силами, что существенно сокращает издержки на поддержание летной годности. Окупаемость такого воздушного судна при эффективном использовании достигается в течение нескольких лет, и далее самолет начинает приносить чистый доход. Соответственно, компания старается расширить парк за счет приобретения такой авиационной техники. Так недавно «ЮТэйр» приобрела регионального перевозчика - компанию «Комиинтеравиа», обладавшую самым крупным в России парком самолетов Ту-134, часть из были приобретены в Германии в очень хорошем состоянии, но эффективное использование этих судов было для «Комиинтеравиа» затруднено в связи с отсутствием необходимой маршрутной сети.

Кроме того, бизнес авиакомпании «ЮТэйр» сильно диверсифицирован, значительную часть доходов компании приносят перевозка грузов и пассажиров, а также выполнение авиаработ с использованием вертолетной техники. Значительно более низкая стоимость вертолетной техники (по сравнению с самолетами) позволяет авиакомпании обновлять парк вертолетов за счет покупки новой техники на заводах-производителях. Соответственно, окупаемость вертолетов также достигается заметно быстрее. Подобная диверсификация позволяет авиакомпании застраховаться от ухудшения конъюнктуры в одном из сегментов рынка и обеспечить платежеспособность компании даже в случае снижения пассажиропотока.

Перспективы заимствований

С развитием фондового рынка постепенное снижение стоимости заимствований и увеличение сроков и объемов, приведет к тому, что авиакомпании смогут рассматривать долговые инструменты как источник финансирования не только текущих расходов и краткосрочных инвестиций в приобретение недорогой техники и расширение маршрутных сетей. Со временем, выпуская облигации, авиакомпании смогут финансировать приобретение и магистральных воздушных судов. Стоимость нового магистрального самолета не менее 30-50 миллионов долларов при сроке окупаемости этих инвестиций – 10-15 лет. Для того чтобы привлекать средства на фондовом рынке для финансирования таких расходов, необходимы ставки ниже 10 процентов годовых на срок 10-15 лет. Для сравнения доходность 10 летних облигаций Southwest Airlines составляет 5,011 процентов годовых. Если займы на подобных условиях станут реальностью – вероятно, нас ждет массовый выход российских авиакомпаний на долговой рынок.

Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭсМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48
Web-site: www.regiongroup.ru

Операции с векселями

Сергей Гуминский (доб.433), Павел Голышев (доб.303), Виктория Скрыпник (доб.301), Елена Шехурдина (доб.463), Новикова Валентина (доб.543)
e-mail: diling@regnm.ru

Операции с облигациями

Петр Костиков (доб.471)
e-mail: diling@regnm.ru

Операции с акциями

Марина Муминова (доб.157) и (095) 264-43-72 (прямой), Маргарита Петрова (доб.333)
e-mail: broker@regnm.ru

Клиентское обслуживание на рынке ценных бумаг

Алексей Яшин (доб.503)
e-mail: broker@regnm.ru

Организация программ долгового финансирования

Константин Ковалев (доб.547)
e-mail: kovalev@regnm.ru

Доверительное управление

Игорь Куртепов (доб.121)
e-mail: andrey@regnm.ru

Аналитические исследования

Анатолий Ходоровский (доб.538), Александр Ермак (доб.405), Евгений Шаго (доб.336), Константин Гуляев (доб.144), Валерий Вайсберг (доб.143)
e-mail: analit@regnm.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.