

Второй дебют AiRUnion

Анна Чепракова
Фото: Никита Ермаков

ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» готовится предложить на российском рынке свои облигации на общую сумму 2 млрд руб. Строго говоря, это уже второй займ авиационного альянса AiRUnion, объединяющего авиакомпании «КрасЭйр», «Домодедовские авиалинии», «Самара», «Омскавиа» и «Сибавиатранс». Однако если предыдущий займ, от имени ООО «ЭйрЮнион», был размещен фактически неформальным объединением, то нынешний займ будет привлечен уже для юридически оформленного холдинга, контрольный пакет которого государство, после долгих переговоров, передало таки в частные руки.

Имя «ЭйрЮнион», входящее в состав названия этого эмитента, уже знакомо участником российского рынка облигаций. ООО «ЭйрЮнион» в ноябре 2005 г. разместило четырехлетний облигационный заем объемом 1.5 млрд руб. Поручителем по нему выступила ОАО «Авиакомпания «Красноярские авиалинии» («КрасЭйр»), которая выступает поручителем и по займу ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи». И хотя у эмитентов один и тот же поручитель, да и их названия отличаются незначительно, почва под ногами нового заемщика тверже. ООО «ЭйрЮнион», по сути, представляло интересы альянса AiRUnion, на тот момент исключительно

неформально объединявшего авиакомпании «КрасЭйр», «Домодедовские авиалинии» (ДАЛ), «Самара», «Омскавиа» и «Сибавиатранс». При этом альянс не имел еще ясных перспектив.

Государству в лице Росимущества принадлежит 51% акций «Красэйр», 50.04% — ДАЛ, 46.5% — «Самары», остальное — частным акционерам, интересы которых представляют основные собственники авиационных активов братья Борис и Александр Абрамовичи. Росимущество и частные акционеры очень долго не могли прийти к единому мнению о дальнейшей судьбе альянса. Предметом разногласий являлось распределение долей во вновь создаваемом обществе. Чиновники Росимущества выступали за сохранение контрольного пакета у государства, а частные акционеры при поддержке Минтранса, Росавиации и МЭРТа, отстаивали противоположную позицию. В конце апреля 2007 года юридическое объединение альянса поддержал президент России, подписав указ о создании до конца 2007 года объединенной холдинговой компании ОАО «ЭйрЮнион», на основе авиационного альянса AiRUnion. В результате «ЭйрЮнион» должна стать третьей по масштабам бизнеса российской авиакомпанией после «Аэрофлота» и «Сибири». Интересы этой новой компании и будет обслуживать ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи».

РАСПЛАТА ЗА КОНТРОЛЬ

Согласно президентскому указу, «ЭйрЮнион» будет включен в перечень стратегических предприятий, государственная доля в которых не может снижаться. По решению президента доля государства в уставном капитале нового общества составит не менее 45%, а контрольный пакет (от 50% плюс 1 акция до 55%) будет принадлежать частным акционерам во главе с главным идеологом объединения авиакомпаний — генеральным директором «КрасЭйр» Борисом Абрамовичем.

Государство внесет в уставный капитал новой компании акции ДАЛ, а также компаний «КрасЭйр» и «Самара». Частные акционеры заплатят за контроль в холдинге «ЭйрЮнион» своими долями в пяти авиакомпаниях, а также внесут в его капитал 100% компании ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи», которая создана для «приобретения новых региональных самолетов российского производства» и «обеспечения привлечения финансовых средств на приобретение авиационной техники». Именно эта компания должна проавансировать заказ партии самолетов Sukhoi SuperJet100, проект по созданию которых пользуется государственной поддержкой. По условиям сделки с госкомпанией «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС), «ЭйрЮнион» приобретет 15 самолетов за $400 млн и получит опцион еще на 15 машин. Опрошенные Cbonds Review эксперты не сомневаются, что контракт с ГСС помог Борису Абрамовичу форсировать процесс создания «ЭйрЮнион» и при этом стал своеобразной платой государству за то, что частные акционеры останутся у руля объединенной компании. Впрочем, последние, по их горячим заверениям, не считают тяжелой повинностью обязательство приобрести новые плоды отечественного авиапрома. Они всячески подчеркивают, что покупка самолетов Sukhoi SuperJet100 — чрезвычайно удачное капиталовложение.

В капитал «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» частные акционеры внесут сумму, необходимую для получении контроля в объединенной компании «ЭйрЮнион». «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» — это наши дополнительные инвестиции в развитие бизнеса, и они обеспечат частным акционерам контрольный пакет», — поясняет Борис Абрамович. Размер уставного капитала, исходя из той оценки активов AirUnion, которую делала два года назад компания «Пачоли», составит примерно $20 млн. «Я думаю, что это не будет дешевле, потому что за полтора-два года, прошедшие с последней оценки, активы альянса, бесспорно, стали дороже», — говорит Борис Абрамович. Впрочем, окончательно размер уставного капитала «ЭйрЮнион Эр Эр Джи», необходимый частным акционерам для получения контроля в холдинге, будет определен после завершения оценки активов всех участников холдинга, которую сейчас проводит Росимущество. Оценить активы компаний, формирующих холдинг «ЭйрЮнион», ему помогает выигравшая государственный тендер аудиторская компания Deloitte. Стоимость контрольного пакета нового холдинга и сумма, которую частные акционеры должны донести в «общую копилку» в виде уставного капитала «ЭйрЮнион Эр Эр Джи», станут известны в ноябре 2007 г.

ИЗ КРАСНОЯРСКА С АМБИЦИЯМИ

Несмотря на то что юридическое объединение пяти авиакомпаний — «КрасЭйр», ДАЛ, «Самара», «Омскавиа» и «Сибавиатранс» — одобрено государством только в этом году, на деле эти компании работают в альянсе уже около трех лет. Перевозчики с конца 2004 г. консолидировали парк своих воздушных судов и маршрутные сети, но оставались при этом юридически самостоятельными. Суммарный пассажиропоток компаний альянса в 2006 г. достиг 4.9 млн человек, выручка составила 22.8 млрд руб.

Консолидированные финансовые показатели работы альянса AirUnion (млн руб.)

	2006 г.	2007 г. (прогноз)
Выручка	22 797	23 618
Чистая прибыль	249	382
EBITDA	1 452	1 583
Долг долгосрочный *	3 973 (48.41%)	2 088 (40,00%)
Долг краткосрочный *	4 234 (51,59%)	3 132 (60,00%)

** сумма кредитов и займов*

Создание авиахолдинга на основе нескольких региональных и одного столичного перевозчика (ДАЛ) было предопределено логикой развития авиабизнеса Абрамовичей: каждая из компаний альянса была необходима им для обеспечения роста объемов авиаперевозок и расширения маршрутной сети. Свой самостоятельный «полет» Абрамовичи начали в 1995 г. с основания компании «Сибавиатранс», создать которую им помогли владельцы Красноярского метзавода и банк «Енисей». Эти компании на первых порах были совладельцами «Сибавиатранса», но затем продали свои пакеты Абрамовичам. Сейчас они на паритетных началах владеют 100% авиакомпании. К концу 90-х годов компания стала монополистом на рынке авиаперевозок по Красноярскому краю, а к 2000 г. «Сибавиатранс» вошел в двадцатку лидеров по объему авиаперевозок внутри России.



Генеральный директор авиакомпании «КрасЭйр» Борис Абрамович рассчитывает, что «ЭйрЮнион» уже к 2011 г. нарастит свою долю пассажирооборота в полтора раза.

Затем губернатор Красноярского края Александр Лебедь пригласил Бориса Абрамовича на должность гендиректора «КрасЭйр». И тот не только эффективно управлял компанией, но и не менее эффективно скупал ее акции, за несколько лет доведя свой пакет до 40%. В 1998 г., когда бизнесмен возглавил «КрасЭйр», эта компания находилась в самом плачевном состоянии — из 45 самолетов летало лишь 10. Под его руководством к началу нового тысячелетия авиакомпания встала на ноги, объем перевозок вырос на 50%, новый гендиректор выстроил оптимальную маршрутную сеть. «Рост объемов перевозок пассажиров и грузов, почты в отдельные годы доходил до 40–50%», — вспоминает Борис Абрамович. Рост продолжался где-то до 2003 г., а затем возможности для бурного развития были исчерпаны. «В какой-то момент мы поняли, что отдельной авиакомпании с учетом того, что рынок высококонкурентный, отвоевывать новые ниши тяжело и затратно, мы теряем много времени. Надо становиться большими, занимать другие ниши, развивать потенциал», — рассказывает гендиректор «КрасЭйр». Абрамовичи стали присматривать авиакомпании, которые могли бы органично дополнить и расширить маршрутную сеть «КрасЭйр» и «Сибавиатранс».

Их выбор пал на региональные «Омскавиа» и «Самару» и столичную ДАЛ, и в 2004 г. они начали скупать акции этих перевозчиков. Маршрутная сеть ДАЛ позволила увеличить пассажиропоток «КрасЭйр» за счет трансфера: в 1999 г. «КрасЭйр» перевез 600 тыс. человек, а в 2004 г. — уже более 2 млн. Большим минусом ДАЛ было то, что компания досталась Абрамовичам без авиапарка, и самолеты пришлось арендовать (к слову, у этой компании до сих пор нет собственных машин). В мае 2005 г. структуры, аффилированные с руководством ОАО «Красноярские авиалинии», приобрели у омского предпринимателя Левана Турманидзе контрольный пакет акций авиакомпании «Омскавиа». Борис Абрамович вошел в совет директоров «Омскавиа», возглавил который его брат Александр. В отличие от ДАЛ, у «Омскавиа» с парком было все в порядке, в активах компании на момент ее покупки было десять новых Ту-154. «Самара» на момент покупки ее акций Абрамовичами также владела собственным парком самолетов. По оценкам аналитиков, приобретение акций «Самары», «Омскавиа» и ДАЛ обошлось не менее чем в $16 млн. Впрочем, сами бизнесмены суммы сделок не раскрывают.

«После того как мы стали управлять этими компаниями: «Омскавиа» — полностью, а ДАЛ и «Самарой» — совместно с государством, мы создали технологический альянс — AiRUnion, что в переводе значит «воздушный союз», понимая, что это не наша конечная цель, что нужно в итоге создать единого крупного оператора», — вспоминает Борис Абрамович. Акционеры объединили маршрутные сети, авиапарки компаний альянса, но при этом каждая компания была отдельным юридическим лицом, работавшим под собственным брендом. Синергетический эффект от совместной деятельности в 2005–2006 гг., по данным альянса, составил 2.13 млрд руб.

УХАБИСТЫЙ ПУТЬ К ЕДИНСТВУ

Следующим логичным шагом должно было стать окончательное юридическое объединение перевозчиков. Но в течение почти трех лет официальному слиянию авиакомпаний препятствовало расхождение позиций заинтересованных сторон. Частные акционеры настаивали на том, что в результате объединения они должны получить контроль над создаваемой объединенной компанией. Эту позицию поддержали Минэкономразвития, Минтранс и Росавиация. Росимущество имело особую точку зрения. В целом не имея возражений против объединения авиакомпаний, это ведомство настаивало на наличии контрольного пакета акций у государства. Не устраивало Росимущество и иностранное название AiRUnion, которым хотели наречь объединенную авиакомпанию. Ведомство настаивало на том, что перевозчик федерального значения должен носить русское имя — «Росавиасоюз».

>>> Почивать на лаврах акционерам «ЭйрЮнион» не придется: статус статусом, но рыночные позиции авиахолдинга еще предстоит серьезно укреплять. В прошлом году по приросту числа перевезенных пассажиров (4.8%) «ЭйрЮнион» уступил сразу четырем конкурентам — «Аэрофлоту» (9.4%), «Сибири» (16%), «ЮТэйр» (28%) и «Трансаэро» (36%). <<<

Но споры о названии — это «цветочки», государственный акционер не раз по-настоящему серьезно осложнял жизнь Абрамовичам. Так, в 2005 г., когда они приняли решение занять на рынке облигаций 1.5 млрд руб. от имени ООО «ЭйрЮнион» под поручительство «КрасЭйр», Росимущество через суд оспорило правомерность поручительства «КрасЭйр» по этому займу и пыталось добиться аннулирования эмиссии. К счастью для «КрасЭйр», Росимуществу не удалось довести реализацию своего замысла до конца, и позиция Рос-

имущества не была подтверждена судом. Однако негативный фон вокруг бумаг «ЭйрЮнион» был уже создан, в результате чего доходности по ним достигали в этот период 17%.

Еще одним камнем преткновения между акционерами стал порядок выделения из состава «КрасЭйр» красноярского аэропорта «Емельяново». Представители государства на собрании акционеров «КрасЭйр» дважды блокировали разделение аэропорта и авиакомпании. Разногласия по этому вопросу помог преодолеть лишь президентский указ о создании холдинга «ЭйрЮнион» и соответствующее распоряжение правительства РФ, изданное в развитие этого указа. В нем выделение аэропорта названо одним из условий объединения авиакомпаний. В результате на внеочередном собрании акционеров в середине октября 2007 г. акционеры «КрасЭйр» приняли решение выделить аэропорт из состава авиакомпании. С конца ноября этого года аэропорт уже будет существовать как отдельное юридическое лицо — ОАО «Аэропорт Красноярск».

На конец первого полугодия общая сумма кредитов и займов компании «КрасЭйр» составляла 5.5 млрд руб. Разделительный баланс уже согласован, но детали этого документа в компании не раскрывают, а также не уточняют, насколько снизилась балансовая стоимость «КрасЭйр» после выделения из ее активов имущества аэропорта. В то же время Борис Абрамович подчеркивает, что когда аудиторские компании «Пачоли» и Deloitte & Touche проводили предварительную оценку активов «КрасЭйр», они уже не учитывали стоимость аэропорта. Владельцы авиакомпании «КрасЭйр» получат доли в аэропорту пропорционально своему участию в авиакомпании: 51% акций достанется государству, остальные 49% — частным акционерам. Эксперты отрасли полагают, что фактически «КрасЭйр» не утратит своего влияния на аэропорт. Наличие четырех представителей «КрасЭйр» в совете директоров аэропорта может помешать авиакомпаниям, давно пытающимся прийти в Красноярск, сделать это в ближайшее время. Участники авиарынка не исключают, что акционеры авиакомпании по-прежнему будут лоббировать свои интересы, не пуская в аэропорт конкурентов.

Указ президента РФ расставил все точки над «i», тяжелые переговоры и борьба акционеров завершилась. Со следующего года на всех бортах альянса будет красоваться бренд «ЭйрЮнион», все пять авиаперевозчиков перейдут на единый авиационный код, под которым будут летать все их рейсы.

Но почивать на лаврах акционерам «ЭйрЮнион» не придется: статус статусом, но рыночные позиции авиахолдинга еще предстоит серьезно укреплять. В прошлом году по приросту числа перевезенных пассажиров (4.8%) «ЭйрЮнион» уступил сразу четырем конкурентам — «Аэрофлоту» (9.4%), «Сибири» (16%), «ЮТэйр» (28%) и «Трансаэро» (36%). «Общая доля компаний альянса по пассажирообороту сейчас порядка 11%, наша задача достичь за три-четыре года 15-16%. В реальном выражении это большая цифра, так как сам рынок будет расти, пассажиропоток будет расти», — решительно настроен Борис Абрамович.

>>> Более половины судов в парке «ЭйрЮнион» приобретены на условиях операционного лизинга, и соотношение самолетов в собственности и в лизинге в парке авиахолдинга будет меняться в сторону лизинга. <<<

ЛОГИКА МАРШРУТНОЙ СЕТИ

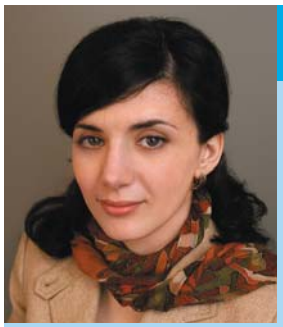
Наращивать объемы пассажиропотока «ЭйрЮнион» будет за счет расширения маршрутной сети как на территории России, так и на зарубежных направлениях. Как сетевой перевозчик «ЭйрЮнион» предлагает перелеты по большей части России. Маршрутная сеть компании привязана к двум главным узловым аэропортам — в Красноярске и Москве («Домодедово»). Из Красноярска самолеты холдинга летают в Сибирь, на Дальний Восток, а также осуществляют трансферные перелеты на юг и в европейскую часть России. «Домодедово» позволяет соединять внутренние маршруты «ЭйрЮнион» с Западной Европой (в партнерстве с другими международными перевозчиками). Кроме того, как отмечается в материалах компании, авиакомпания «ДАЛ» предоставляет пассажирам возможность прямого перелета из Москвы в регионы Дальнего Востока.

«Мы собираемся очень динамично развивать внутреннюю сеть, в следующем году планируем увеличение объемов на 40–50% по внутренним перевозкам на традиционных для нас направлениях: Дальний Восток, средняя полоса и юг России», — такими видит стратегические задачи холдинга Борис Абрамович.

Второе направление, на котором компания «ЭйрЮнион» намерена усилить свои позиции — это международные перевозки. В этом году структура, представляющая интересы частных акционеров AiRUnion, приобрела венгерскую национальную компанию-перевозчика Malev, летающего в 35 стран (в основном Европы, а также Северной Америки и Азии) и обладающего парком из 27 самолетов, средний возраст которых не превышает 5 лет. «Интеграция наших маршрутных сетей с Malev даст нам возможность сформировать предложение по зарубежным авиаперевозкам для тех, кого мы перевозим в России, и сконцентрироваться на внутрироссийских перевозках», — делится планами экспансии на европейский рынок Борис Абрамович. В «ЭйрЮнион» обращают внимание на то, что хотя формальной консолидации венгерской Malev с российским холдингом не произойдет, маршрутная сеть европейской авиакомпании дополнит российскую, что позволит «ЭйрЮнион» наравне с «Аэрофлотом» представлять клиентам возможности по перелетам в Европу. «Уже сегодня совокупный объем венгерской авиакомпании и «ЭйрЮнион» составляет около 12.8 млн пассажиров в год, что немного ниже показателя лидера российского рынка — группы «Аэрофлот», и на порядок выше объемов перевозок остальных российских компаний», — отмечают в «ЭйрЮнион».

РАЗНОШЕРСТНЫЙ ПАРК

В авиапарке AiRUnion, в силу создания альянса на базе пяти разных компаний, больше различных типов самолетов, чем у какой-либо другой российской авиакомпании. Сейчас в него входит порядка 20 моделей самолетов.



Мнение

Марианна Ткаченко,
управляющий портфелем
ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами»

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости авиакомпании «КрасЭйр», которая выступает поручителем по займу эмитента ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки компании «КрасЭйр»?

Компания «КрасЭйр» — эмитент особого порядка, который стоит рассматривать как компанию стратегического значения. Если сконцентрироваться на финансовом состоянии, то выводы в целом такие: «КрасЭйр» характеризуется крайне низким уровнем финансовой устойчивости, доля собственных средств составляет менее 3%. Текущая деятельность осуществляется исключительно за счет заемных средств. Компания по-прежнему работает с убытком, при этом она агрессивно наращивает величину активов. На наш взгляд, долговая нагрузка находится на уровне существенно выше среднего, однако если говорить об отраслевой оценке, то уровень вполне приемлемый: у «ЮТэйр» долг/EBITDA — 4.7–5.6.

Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций заемщика ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?

Для определения справедливого спреда мы бы сравнивали компанию с «КОПЕЙКОЙ» и «ЮТэйр», так как с «КОПЕЙКОЙ» есть сходство по уровню долга, а «ЮТэйр» — компания той же отрасли и с аналогичными рисками. Таким образом, наша оценка текущей справедливой доходности находится на уровне 13–14%.

В чем, по вашему мнению, заключается инвестиционная привлекательность эмитента ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»? Какие риски присутствуют в бизнесе пассажирских авиаперевозчиков в общем и авиаальянса AiRUnion в частности?

Основную инвестиционную привлекательность «КрасЭйр» мы видим в том, что авиаперевозки — это растущее, стратегически важное направление, которое будет всегда пользоваться поддержкой государства. Однако форма этой поддержки и время, когда она может быть оказана, не совсем понятны. Именно эта неопределенность дает столь высокую доходность по этой бумаге.

В то же время, сектор авиаперевозок несет достаточно много рисков. Главным, на наш взгляд, является крайне слабая возможность контроля за расходами, в частности, за расходами на топливо и аэропортовое обслуживание. Именно такие расходы не позволяют компании выйти на прибыльный уровень.

Вполне возможно, что поддержка государства будет заключаться в том числе и в организации схемы закупки топлива, позволяющей при сохранении рыночных механизмов хеджировать риски роста расходов на топливо и контролировать расходы на аэропортовое обслуживание.

Как на инвестиционную привлекательность AiRUnion и на доходность займа ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» повлияет тот факт, что на базе авиакомпаний, входящих в альянс, по указу президента РФ будет создан единый перевозчик во главе с авиакомпанией «Красноярские авиалинии»?

Если посмотреть на текущий рынок, то известие о создании единого перевозчика практически никак не сказалось на инвестиционной привлекательности. Более того, степень реальной поддержки государства пока непонятна инвесторам, при этом существует негативный эффект для компании «КрасЭйр» (поручителя по эмиссии), которая берет на себя долговые обязательства компаний, входящих в альянс, финансовое состояние которых хуже, чем у «КрасЭйр». В частности, как известно, выпуск CLN пошел на погашение задолженности компаний альянса перед поставщиками топлива.

Компании альянса эксплуатируют парк из 72 воздушных судов, среди которых есть как отечественные самолеты Ан-24, Ил-96, Ил-86, Ту-134, Ту-154, Ту-204, Ту-214, Ту-154, так и лайнеры иностранного производства — Boeing 767, Boeing 737, Boeing 757. «ЭйрЮнион» выступает крупнейшим заказчиком отечественной авиатехники.

В 2008–2012 гг. холдинг планирует закупку не менее 25 российских самолетов, в том числе SSJ 100, Ту-204 и Ан-148. В 2008 г. парк компании, по словам Бориса Абрамовича, пополнится не менее чем 15 самолетами Boeing, в том числе по договору операционного лизинга сроком на восемь лет холдинг получит шесть Boeing-737-700/-800 NG (NewGeneration), выпущенных в 2001 г. Основное условие приобретения той или иной модели самолета — логика развития маршрутной сети. Так, SSJ 100, по словам Бориса Абрамовича, «хорошо смотрится в маршрутной сетке» «ЭйрЮнион». Эта модель самолета, по словам гендиректора «КрасЭйр», будет работать на маршрутах протяженностью 3–3.5 тыс. километров, а самое главное, ее емкость позволит замещать более крупные самолеты в «низкий» сезон. «Если, например, летом мы летаем на Ил-86 и возим по 300 пассажиров, то когда высокий сезон заканчивается, нужны самолеты с меньшей емкостью», — объясняет он.

Более половины судов в парке «ЭйрЮнион» приобретены на условиях операционного лизинга, и соотношение самолетов в собственности и в лизинге в парке авиахолдинга будет меняться в сторону лизинга. «В операционный лизинг на три-пять лет мы берем подержанные иностранные самолеты, а потом по конъюнктуре рынка смотрим, имеет ли смысл продлевать сроки лизинга, так как смысла выкупать их нет, а новую технику берем в финансовый лизинг», — говорит Борис Абрамович. Так, именно на условиях финансового лизинга будут приобретены SSJ 100.

Реновация авиапарка — главное направление инвестиций, которые акционеры запланировали на развитие «ЭйрЮнион». В течение ближайших 5–7 лет «ЭйрЮнион» планирует направить на развитие парка порядка $300-400 млн, хотя не исключено, что названная цифра будет скоррек-

тирована. Если география полетов будет расширяться более быстрыми темпами, то холдингу потребуется больше самолетов. Финансировать инвестпрограмму предполагается за счет собственных средств, банковских кредитов и средств, привлеченных на фондовом рынке.

ЛЕТАЮЩИЕ ДОЛГИ

Размещение облигационного займа объемом 2 млрд руб. для ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» организуют ОАО «Банк Москвы», ЗАО «Русские Фонды» и ФК «Уралсиб». Время размещения облигаций запланировано на конец ноября. По словам Бориса Абрамовича, часть денег с рынка облигаций «ЭйрЮнион» инвестирует в реновацию авиапарка, часть средств пойдет на финансирование оборотных средств, а также на снижение стоимости кредитного портфеля. Поручителем по займу выступит «КрасЭйр».

Финансовые показатели работы КрасЭйр в 2006 г. (млн руб.)

Выручка	12 822
Чистая прибыль	8
EBITDA	1 159
Долг Долгосрочный *	2 276
Долг Краткосрочный *	2 660

* *сумма кредитов и займов*

Напомним, 1–6 купоны по первому займу «ЭйрЮнион» (а дебютный заем «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» по сути является вторым займом холдинга «ЭйрЮнион») в ноябре 2005 г. были установлены в размере 13% годовых, что соответствовало доходности к полуторагодовой оферте в 13.65%. Перед размещением дебютных облигаций «ЭйрЮнион» организаторы займа ориентировали эмитента на 11–11.5% годовых, но рынок решил иначе, прибавив премию за дебют в связи с разногласиями с Росимуществом, а также, вероятно, и с принадлежностью эмитента к отрасли, которую традиционно принято считать рискованной.

В июле 2007 г. облигации второго по масштабам бизнеса российского авиаперевозчика — S7 Airlines (авиакомпании «Сибирь») были размещены с доходностью к полуторагодовой оферте в 10.99% годовых.



Мнение

Евгений Воробьев,
старший аналитик
отдела анализа рынка долговых обязательств,
инвестиционный банк «КИТ Финанс»

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости авиакомпании «КрасЭйр»?

Авиакомпания «КрасЭйр» опубликовала в меморандуме свою отчетность только за 2006 г.; на конец 2006 г. долговая нагрузка авиакомпании была на приемлемом уровне. Однако в 2007 г. уже прошло три квартала, авиакомпания успела выпустить евробонды на 3 млрд руб., кредитный портфель мог поменяться, поэтому оценивать долговую нагрузку компании, не видя актуальной отчетности хотя бы за первое полугодие 2007 г., затруднительно.

Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?

По нашему мнению, при определении доходности необходимо сравнивать только авиакомпанию «КрасЭйр» с аналогичной авиакомпанией по объему пассажирооборота, составу воздушных судов и финансовыми показателями, не принимая в расчет данные по формирующемуся альянсу. По нашему мнению, наиболее близкий аналог — это авиакомпания «ЮТэйр».

Если сравнить показатели отчетности этих авиакомпаний за 2006 г., то считаем, что кредитное качество авиакомпании «ЮТэйр» выглядит чуть лучше качества «КрасЭйр». Соответственно, при размещении инвесторы будут ждать небольшой премии к доходности бумаг бенчмарка («ЮТэйр»).

Принимая во внимание также нефинансовые факторы (не лучшее состояние долгового рынка, новизну займа, отсутствие актуальной отчетности по поручителю), интересная для инвесторов доходность при размещении выпуска облигаций ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» должна составить не менее 13.0–13.5% к годовой оферте.

Также необходимо отметить, что важным индикатором для авиакомпании «КрасЭйр» — и фактором удачности нового размещения — будет объем бумаг, предъявленных к погашению, по грядущей 13 ноября 2007 г. оферте по уже обращающемуся на рынке выпуску облигаций ООО «ЭйрЮнион».

В чем, по вашему мнению, заключается инвестиционная привлекательность эмитента ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи»? Какие риски присутствуют в бизнесе пассажирских авиаперевозчиков в целом и авиаальянса AiRUnion в частности?

Бизнес пассажирских авиаперевозок отличается наличием ярко выраженных отраслевых рисков: риск спада объема продаж в случае авиакатастроф или терактов; сезонный характер деятельности; зависимость рентабельности деятельности авиаперевозчиков от цен на авиационное топливо. Этим рискам в большей или меньшей степени подвержены все авиаперевозчики, и альянс AiRUnion — не исключение.

Инвестиционная привлекательность планирующегося выпуска «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» на фоне других авиакомпаний состоит в грядущем формировании альянса, что может благоприятно сказаться на эффективности деятельности компании за счет эффекта масштаба; также плюсом является тот факт, что значительной долей холдинговой авиакомпании будет владеть государство — есть вероятность, что в случае проблем оно окажет холдингу финансовую поддержку.

Как на инвестиционную привлекательность AiRUnion повлияет тот факт, что на базе авиакомпаний, входящих в альянс, по указу президента РФ будет создан единый перевозчик?

Объединение нескольких малых компаний в крупную группу, как правило, положительно сказывается на эффективности деятельности последней за счет экономии на масштабах. Единственная ремарка: про какое-то влияние факта формирования альянса на доходность готовящегося займа ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи» говорить рано, так как пока компании альянса остаются юридически независимыми, а доходность выпуска полностью определяется кредитным качеством поручителя — авиакомпании «КрасЭйр».

Одним из ориентиров по доходности может являться выпущенный дебютный выпуск рублевых CLN (кредитных нот) «КрасЭйр» объемом 3 млрд рублей с купоном 11.8% годовых, со сроком погашения в 2010 году. Организаторами размещения выступили ЗАО АБ «Газпромбанк» и ИГ «Русские Фонды». Средства были привлечены в интересах всего альянса AiRUnion, Большая часть привлечённых средств была направлена на реструктуризацию текущей задолженности, что позволило существенно облегчить долговую нагрузку авиакомпании.

Объединенный холдинг «ЭйрЮнион» как одна из крупнейших отечественных авиакомпаний, само собой, хотел бы рассчитывать на то, что ему не придется платить инвесторам более 12% годовых. Однако с учетом того, что размещение облигаций придется на время, когда очень многие участники рынка изменили свое отношение к риску, более вероятным уровнем представляется ставка как минимум в 13.5% годовых. Причем, скорее всего, при размещении займа без поддержки организаторов будет не обойтись.



Мнение

Олег Пантелеев,
глава аналитической службы
отраслевого информационно-аналитического
агентства «АвиаПорт»

Какое место на рынке пассажирских перевозок может, по вашему мнению, занять холдинг «ЭйрЮнион» после завершения юридического объединения компаний «КрасЭйр», ДАЛ, «Самара», «Сибавиатранс» и «Омскавиа»? Сможет ли новая компания в 2008 г. обогнать авиакомпанию «Сибирь» по объемам пассажирских перевозок и занять второе место после «Аэрофлота»?

Несмотря на объединение пяти перевозчиков в рамках альянса AiRUnion, синергетический эффект пока незначителен. Совокупно по итогам 2007 г. авиакомпании даже сократят перевозки пассажиров, в то время как отрасль в целом и ближайшие конкуренты активно укрепляют свои позиции. Поэтому в 2008 г. можно ожидать, что холдинг займет шестое-седьмое место среди отечественных перевозчиков (конечно, если не учитывать показатели авиакомпании Malev, которая не войдет в холдинг, но будет контролироваться частными акционерами «КрасЭйр»).

Для завоевания позиций в тройке перевозчику придется существенно обновить свой парк воздушных судов, нарастив как его численность, так и качество, в том числе за счет использования воздушных судов нового поколения.

Своеобразной платой за контроль в объеденной компании для частных акционеров холдинга станет приобретение 15 самолетов Sukhoi SuperJet100. На ваш взгляд, целесообразна ли эта покупка для развития самолетного парка «ЭйрЮнион»? На маршрутах какой дальности и в какие сезоны эффективно использовать эти самолеты? Получит ли «ЭйрЮнион» новые конкурентные преимущества с покупкой этих самолетов?

Приобретение некоторого количества самолетов Sukhoi SuperJet100 вполне может отвечать интересам авиакомпании. Сейчас в парке перевозчиков есть самолеты Ту-134, которые необходимо менять на современные лайнеры. Заменой может стать либо Ан-148, либо SuperJet. Очевидно, что на международных линиях, а также на маршрутах в страны СНГ и по европейской части использование SuperJet не осложняется проблемами с аэродромами. А значит, 95-местной машине найдется применение. Дальность полета до 4.5 тыс. км позволит эксплуатировать такие лайнеры на «тонких» линиях с небольшим пассажиропотоком: к примеру, во время низкого сезона или в период раскатки рейса.

Конкурентные преимущества, в первую очередь, заключаются в наличии современного эффективного самолета, которого нет у конкурентов. По сути, основные игроки на региональных маршрутах не будут иметь никаких самолетов, которые можно противопоставить SuperJet100 — если, конечно, принять на веру, что эта машина появится на рынке хотя бы к 2009 г.

Какие преимущества дает «ЭйрЮнион» партнерство с Malev? На каких маршрутах компания может стать одним из лидеров благодаря этому партнерству?

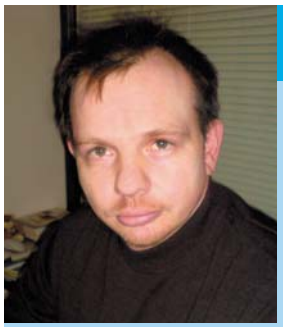
Партнерство с Malev — это некий потенциал, реализовать который сейчас компания толком не сможет. Сегодня единственное серьезное приобретение — это приход в Россию компании Aeroplex, которая будет осуществлять техническое обслуживание самолетов Boeing. Для организации эффективного воздушного моста в Венгрию надо решать вопрос с парком эффективных воздушных судов. Тут есть два варианта: либо очень часто на Boeing 737, либо чуть реже, но на более вместительной машине (какой именно — вопрос, подошел бы Ту-204, но авиакомпания от них отказывается). Кроме того, необходимо добиться разрешения на выполнение большого количества рейсов между аэропортами базирования авиакомпаний. Но потенциально, согласовав расписания, AiRUnion смог бы предложить своим клиентам развернутую маршрутную сеть по Восточной и Южной Европе.

Как повлияет на бизнес «Эйр-Юнион» вступление в Star Alliance?

Партнерство в рамках Star Alliance имеет свои плюсы и пусть не минусы, но уж точно сложности. Чтобы войти в альянс, надо соответствовать его требованиям. А сегодня холдинг AiRUnion не создан, компания не является членом ИАТА, не прошла сертификацию IOSA, имеет парк, состоящий из устаревших воздушных судов. Словом, в нынешнем виде вхождение нашего перевозчика в Star Alliance невозможно. С другой стороны, простая увязка маршрутных сетей и расписаний — это уже большой успех. Наращивать число трансферных пассажиров можно по 3–5% в год, в масштабах бизнеса это были бы хорошие показатели. Ну а когда вступление в Star Alliance произойдет, это будет не столько плюсом для AiRUnion, сколько подтверждением, что компания находится на верном пути и достигла больших успехов.

Как вы думаете, почему государство после двухлетних переговоров все-таки согласилось на юридическое объединение авиакомпаний «КрасЭйр», ДАЛ, «Самара», «Сибавиатранс» и «Омскавиа»? Какой аргумент частных акционеров мог сыграть решающую роль в принятии государством этого решения?

МЭРТ вынашивал идею создания в России частной авиакомпании, которая могла бы создать конкуренцию «Аэрофлоту». AiRUnion подошел на эту роль в первую очередь благодаря активной позиции частных акционеров.



Мнение

Игорь Лавущенко,
аналитик,
ИГ «Русские Фонды»

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости авиакомпании «КрасЭйр» по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки компании «КрасЭйр»?

В меморандуме приводится сравнение показателей долговой нагрузки, рентабельности и оборачиваемости активов «ЭйрЮниона» с его прямыми конкурентами — S7 и «Трансаэро». Эти данные показывают, что все указанные эмитенты находятся в принципиально сходных условиях, хотя долговая нагрузка у «ЭйрЮнион» все же несколько выше, чем у его конкурентов. Однако это отклонение не столь велико, чтобы заставить нас присвоить «ЭйрЮниону» более высокий уровень финансового риска по сравнению со среднеотраслевым. Напротив, мы полагаем, что риски «ЭйрЮниона» и его прямых конкурентов примерно сопоставимы.

Также мы не склонны рассматривать «КрасЭйр» отдельно от «ЭйрЮнион» и рассчитывать по нему индивидуальный риск. Внутри «ЭйрЮниона» «КрасЭйр», конечно, имеет более высокую долговую нагрузку по сравнению с другими участниками альянса, но он также и является основной оперирующей компанией альянса, приносящей наибольший объем выручки. Объединение авиакомпаний альянса является делом решенным, и каких-либо изменений мы здесь не ждем.

По сравнению с другими отраслями экономики, долговая нагрузка авиаперевозчиков является высокой, но это обычные уровни. Причиной этого является кризис данной отрасли, вызванный терактами 11 сентября и удорожание ГСМ, которые занимают в себестоимости российских авиаперевозчиков 37–45%. В последние два года отрасль показала явный выход из кризиса. Также снижается относительная стоимость авиаперевозок по паритету покупательской способности. В связи со всеми этими факторами мы ожидаем, что показатели всей отрасли будут улучшаться в ближайшие несколько лет.

Как вы в целом оцениваете динамику основных финансовых показателей авиакомпании «КрасЭйр»? Каков прогноз этих показателей на 2007–2008 гг.?

Вся отрасль гражданских авиаперевозок еще не вышла на объемы 90-х годов, и в этом содержится значительный потенциал ее роста. В рамках реализуемой в настоящее время транспортной стратегии РФ основное внимание уделяется транспортной инфраструктуре, в том числе аэропортам. Цель этого — восстановить межрегиональное авиасообщение, существовавшее в годы СССР, но на новых современных принципах веерной стыковки рейсов.

Второе направление — пропустить через территорию России международный транзит. Для этого также нужны прежде всего современные аэропорты.

Рост объемов перевозок с темпом 10–15% в год мы ожидаем уже с 2008 г. Возможно, что к 2010 г. темпы еще более повысятся за счет реализации обоих вышеуказанных направлений развития.

По сравнению со своими основными конкурентами «КрасЭйр» и весь «ЭйрЮнион» в 2006 г. оказались в аутсайдерах. На наш взгляд, это следствие процессов объединения и внутренней оптимизации бизнеса. Не исключено, что и в 2007 г. «ЭйрЮнион» не будет в лидерах. На текущий момент его главная задача — модернизация парка и внутренняя оптимизация в ожидании увеличения международного транзитного потока на маршрутах Европа–Азия, что является важным моментом стратегии развития.

В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность эмитента?

1) «КрасЭйр» войдет в ОАО «ЭйрЮнион», который получит официальный статус национального авиаперевозчика и войдет в перечень стратегических компаний России, что значительно снизит риск его банкротства.

2) «ЭйрЮнион» войдет в четверку лидеров отрасли и имеет все шансы побороться за второе место со своими главными конкурентами — S7 и «Трансаэро».

3) Компания продолжит доминировать на Транссибирском направлении, в том числе при росте транзитного пассажиропотка на маршрутах Европа–Азия, который в перспективе может превысить весь объем пассажирских авиаперевозок в РФ в настоящее время.

Для этого надо в первую очередь быстро завершить модернизацию аэропортов, обновить парк самолетов и войти в международный альянс авиаперевозчиков. Все это в настоящее время уже осуществляется.

Какие риски присутствуют в бизнесе пассажирских авиаперевозчиков в целом и авиаальянса AiRUnion в частности?

Практически всем российским авиаперевозчикам в настоящее время свойственен повышенный финансовый риск вследствие традиционно высокой долговой нагрузки.

Рентабельность в отрасли невысока (в среднем в пределах 2–3% по чистой прибыли и 5–7% по EBIT). Сверху она ограничивается ценами на авиабилеты, которые зависят от конкуренции и покупательской способности населения. Снизу она подпирается необходимостью обновления парка самолетов (отсюда рост арендных и лизинговых платежей) и ростом цен на ГСМ.

Способности отрасли по обслуживанию своих долгов сейчас напрямую зависят от объемов авиаперевозок. По этому показателю прогноз на ближайшие годы позитивный — объемы растут на 6–8% в год, ожидается увеличение темпов до 10–15% в год. Также рост доходов населения опережает рост авиатарифов, вследствие чего авиаперелеты для пассажиров удешевляются (с 2000 г. это соотношение улучшилось примерно вдвое).

Наибольшие риски в отрасли будут присущи малым авиакомпаниям, у которых ограничены возможности по обновлению парка. «ЭйрЮнион» является одним из лидеров и стратегической авиакомпанией, доля государства в капитале которой составит около 45%, поэтому его риски будут существенно меньше. Однако «ЭйрЮнион» будет полностью подвержен рискам со стороны мировой отрасли авиаперевозок, если в ней опять возобновится снижение по причине недостаточной безопасности полетов.