

«КД авиа»: Бонды высокого полета?!

Небольшая авиакомпания «КД авиа» (бывшая «Калининградавиа») более не намерена довольствоваться скромной ролью второстепенного регионального перевозчика, а потому решила превратить калининградский аэропорт Храброво в транзитный авиаузел — хаб. Стоимость проекта оценивается в сумму порядка 100 млн долларов, для финансирования проекта весной 2007 года «КД авиа» планирует привлечь на рынке облигаций на 1 млрд руб., сейчас компания осуществляет свою вексельную программу. В том, насколько конкурентоспособным может стать калининградский хаб, разбирался Cbonds Review.

ВЗЛЕТ

В качестве презентационных материалов о компании вам могут подарить книгу «Полет из Кенигсберга в Калининград. История и современность старейшего аэропорта Европы». Оказывается, предшественницей «КД авиа» была российско-германская компания «Дерулюфт», образованная в Кенигсберге (так раньше назывался Калининград) еще в 1921 году. Компания осуществляла перевозки между Берлином, Кенигсбергом, Ригой, Москвой, Ленинградом и просуществовала до 1937 года. Прямого отношения к «КД авиа» это, конечно, не имеет, но у города есть давние авиационные традиции, и представители компании не упускают случая это подчеркнуть.

Затем, уже после войны, появилось Калининградское авиапредприятие, которое, как и многие советские предприятия, с трудом вписалось в эпоху капитализма: объем перевозок пассажиров упал с 333 тыс. в 1991 году до 104 тыс. в 2000 году. Тогда же, в 2000 году, нынешний основной акционер компании Сергей Грищенко приобрел калининградский банк «Инвестбанк» (в настоящее время входит в финансовую группу «КОНВЕРСБАНКА»). По словам Сергея Грищенко, «одной из проблем при «расчистке» банка была задолженность государственного предприятия «Калининградавиа». Не исключено, что именно эта «проблемная» задолженность и была основной целью бывшего офицера космических войск Сергея Грищенко при покупке банка. Почему бы человеку, в свое время запускавшему ракеты в космос, не начать запускать в небо самолеты? Возможно, подобная логика руководила будущим владельцем «Калининградавиа», когда он скупал задолженность этого госпредприятия у остальных кредиторов. Географическое положение Калининграда как форпоста России на границе с Европой весьма выгодно, оторванность области от России подразумевает большой потенциал авиаперевозок, кроме того, регион является особой экономической зоной, где действует специальный налоговый режим.

Так или иначе, задолженность «Калининградавиа» оказалась в руках Сергея Грищенко. Тем временем кризис на авиапредприятии зашел еще дальше. Объем перевозок в 2003 году составил всего 115 тыс. пассажиров. Тогда же, в 2003 году, параллельно ФГУП «Калининградавиа» появилось ОАО «Калининградавиа», которое в 2005 году было переименовано в «КД авиа». Именно на базе ОАО началось возрождение компании. Уже в 2004 году объем авиаперевозок вырос до 208 тыс. пассажиров. «Вовремя» для компании начался и кризис в отношениях России с Литвой: с 2003 года для проезда через Литву стала требоваться транзитная виза, с 2005 года для оформления этой визы стал необходим загранпаспорт. Для большинства людей самолет стал фактически единственным транспортом, который связывает Калининград с «большой землей».

В структуре собственности компании значится несколько юридических лиц, названия которых мало что говорят непосвященному человеку. Основным бенефициаром компании является Сергей Грищенко, ему принадлежит порядка 90% акций компании. Для воскрешения авиакомпании Сергей Грищенко привлек менеджеров с опытом работы в таких авиагигантах, как «Аэрофлот» и «Боинг». Заманить таких сотрудников работать в Калининград непросто, поэтому сегодня, несмотря на калининградское название, головной офис компании базируется в Москве. В столице находится руководство компании, финансовый и коммерческий департаменты, центр управления полетами.

СТАВКА НА «БОИНГ»

От большинства других российских авиакомпаний «КД авиа» отличает парк самолетов: компания эксплуатирует только импортные лайнеры. В парке у «КД авиа» нет ни одного российского самолета — только взятые в операционный лизинг экономичные «Боинги-737». Сейчас (на середину января 2007 года) их 12, к 1 июня 2007 года их число достигнет 19 (соответствующие контракты с лизинговыми компаниями уже подписаны). Это уже внушительный парк бортов, сопоставимый по численности с парками основных конкурентов «КД авиа» (если считать только импортные самолеты). Для сравнения: у «ВИМ-АВИА» — 16, у «Трансаэро» — 32, а у «Аэрофлота» — 40 импортных машин. Все самолеты у «КД авиа» подержанные, им в среднем 17-18 лет, но летная годность самолетов такого возраста, по словам Сергея Грищенко, хорошая, а качество эксплуатации судов соответствует мировым стандартам, так как авиакомпания находится под жестким контролем лизингодателей.

Первый «боинг» компания получила в эксплуатацию в феврале 2005 г., а уже с июня 2005 года все рейсы стали осуществляться только на «боингах». Каким образом небольшой по масштабам бизнеса компании удается обгонять остальных российских перевозчиков по числу импортных машин в парке? Дело в том, что «КД авиа» — третья российская компания (помимо «Аэрофлота» и «Трансаэро»), имеющая льготы по уплате таможенных пошлин и НДС при ввозе импортных самолетов. А причина этого — в калининградской «прописке» компании. Регион имеет статус особой экономической зоны (ОЭЗ). «Цена вопроса» экономии на таможенных пошлинах и НДС — $80-100 тыс. в месяц на каждый самолет. С налоговыми льготами компании вообще везет: с октября 2005 года правительство Калининградской области освободило компанию и от уплаты налога на имущество, а также уменьшило налог на прибыль с 24% до 20%.

Кроме самолетов, в собственности «КД авиа» находится и аэропортовый комплекс калининградского аэропорта Храброво. Компании принадлежит аэровокзал, термо-

Грищенко Сергей Евгеньевич,

председатель совета директоров
ОАО «КД авиа»

Сергей Грищенко родился в 1962 году в Москве. Закончил Военно-космическую академию им. Можайского и Академию госслужбы при Президенте РФ. Служил в советских вооруженных силах, где работал на проектах запуска космических аппаратов «Союз», «Прогресс», «МИР» и других. С начала 1990-х гг. и по настоящее время Сергей Грищенко занимается девелопментом, при его участии был основан ряд инвестиционно-строительных компаний. В начале 2000 года приобрел калининградский «Инвестбанк» и с 2001 г. по 2005 г. являлся председателем его наблюдательного совета (в настоящее время «Инвестбанк» входит в финансовую группу «КОНВЕРСБАНК»). С 2004 года возглавляет совет директоров авиакомпании «КД авиа».

нал и здание авиационно-технической базы. Управление аэропортом приносит порядка 10% прибыли «КД авиа». Летным полем и взлетно-посадочной полосой аэропорта Храброво владеет ФГУП «Калининградавиа». Сергей Грищенко определяет такую схему владения аэропортовым комплексом словосочетанием «государственно-частное партнерство» и старается эффективно использовать это положение. Государство арендует построенные и обустроенные «КД авиа» объекты недвижимости в рамках аэропортового комплекса и его инфраструктуры. Поскольку государство заинтересовано в сотрудничестве с «КД авиа», для компании открываются сравнительно дешевые кредитные линии в государственных банках. Так, 34 млн долл. на строительство терминала в аэропорту Храброво выделит Внешэкономбанк.

ОТ МОСКВЫ... ПОКА НЕ ДО ОКРАИН

В настоящее время «КД авиа» — средний по размеру региональный перевозчик. В маршрутной сетке компании есть рейсы в Москву (4 раза в день), Санкт-Петербург (ежедневно), Сочи, а также международные рейсы — в Берлин (3 раза в неделю) и Киев (2 раза в неделю). При этом на направлениях в Москву и Санкт-Петербург у компании есть серьезные конкуренты: между Калининградом и Москвой также летают «Аэрофлот» и «ЮТэйр», а в Санкт-Петербург летает «Пулково» (ГТК «Россия»). Но «КД авиа» удается удерживать лидирующие позиции по перевозкам в Калининград: на долю компании приходится более половины пассажирооборота в аэропорту Храброво. Кроме регулярных рейсов, компания достаточно активно занимается чартерными перевозками, в 2006 году на чартерные рейсы пришлось порядка 45% перевезенных пассажиров.

«КД авиа» удается стремительно наращивать объемы перевозок, несмотря на небольшую маршрутную сетку и наличие серьезных конкурентов. Динамика пассажиропотока действительно впечатляет: в 2004 году было перевезено 208 тыс. пассажиров, в 2005 — 285 тыс. пассажиров, а в 2006 объем перевозок составил 583 тыс. пассажиров.

Даже если сравнивать с 1991 годом, когда «Калининградавиа» перевезла 333 тыс. пассажиров, рост почти двукратный. Конечно, на рост объема пассажироперевозок «КД авиа» влияет общее увеличение пассажиропотока на российских авиалиниях, но здесь рост на проценты (за первое полугодие 2006 года — 9%), а «КД авиа» увеличивает свои показатели в разы.



«БИЗНЕС АВИАПЕРЕВОЗОК ПОДОБЕН БАНКОВСКОМУ...»



Леонид Ицков, исполнительный директор «КД авиа»

Бизнес авиаперевозчиков в условиях сложившейся на настоящий момент конъюнктуры цен на нефть и, как следствие, на авиационное топливо, сравнительно низкорентабелен. В этом вопросе не является исключением и «КД авиа». Выручка компании за 9 месяцев 2006 года составила 1.873 млрд руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2005 года в 3.25 раза. Валовая прибыль составила 138.4 млн руб., прибыль до налогообложения — 30.6 млн руб. Коэффициенты рентабельности не слишком впечатляют: по валовой прибыли маржа составляет 7.4%, по прибыли до налогообложения — 1.6%. Однако исполнительного директора «КД авиа» Леонида Ицкова, который раньше работал в «Аэрофлоте», это не смущает: он считает, что такая ситуация типична для бизнеса большинства авиакомпаний. «А вы посмотрите на объем основных средств по отношению к выручке — здесь тоже с точки зрения обычного финансового аналитика разрыв колоссальный, ни один бизнес не дает подобного оборота», — говорит он. По его мнению, бизнес авиакомпаний по своей логике схож с банковским. «У банков тоже рентабельность не сумасшедшая, не 25%, но на объеме операций банки очень неплохо живут, — говорит он. — У нас точно так же: приходит пассажир — вкладчик, кладет деньги, а позже пользуется услугой, этих вкладчиков сотни тысяч, они приходят, кладут деньги, потом мы их перевозим, фактически возвращаем средства — вот такой оборот».

Впрочем, другие «банки» (авиакомпании), похоже, работают более эффективно. У «Аэрофлота» рентабельность по валовой прибыли составляет 17.5%, по прибыли до налогообложения — 13.7%. У «ЮТэйр» рентабельность по валовой прибыли — 8.6%, по прибыли до налогообложения — 3.7%. Но, может быть, «Аэрофлот» и «ЮТэйр» — не самые корректные компании для сравнения, потому что по размеру превосходят «КД авиа» в десятки раз. Ближе по размеру «ВИМ-АВИА», которая, кстати, тоже планирует размещение облигационного займа. У «ВИМ-АВИА» за первое полугодие выручка составляет 2.43 млрд руб., валовая прибыль — 381.3 млн руб. (маржа — 15.6%), прибыль до налогообложения — 431.9 млн руб. (17.7%). Сравнение опять не в пользу «КД авиа». И это при том, что, в отличие

от конкурентов, «КД авиа» эксплуатирует исключительно импортные самолеты, которые в условиях высоких цен на авиационное топливо более эффективны. В компании низкие показатели рентабельности объясняют инвестиционной составляющей: затраты на расширение парка воздушных судов, строительство пассажирского терминала в Храброво и т.д. Что ж, чтобы ежегодно удваивать объемы перевозок, без инвестиций действительно не обойтись. А если вспомнить, что недавно компания находилась в глубочайшем кризисе, то и нынешние финансовые показатели могут восприниматься как повод для гордости.

ЗДЕСЬ БУДЕТ ГОРОД-ХАБ…

Позиция среднего по российским меркам регионального авиаперевозчика, похоже, уже не устраивает руководство компании. И основным вектором развития теперь является создание на базе аэропорта Храброво транзитного узла — хаба (англ. hub), т.е. места, где пассажир пересаживается с одного рейса на другой. Предположим, вы летите из Самары в Берлин, и прямого рейса между этими городами нет. Тогда вам предлагается лететь рейсом Самара-Калининград, а в Калининграде делать пересадку на рейс Калининград-Берлин. Если таких стыкующихся рейсов достаточно много, и через аэропорт идет крупный транзитный трафик, его называют хабом. Кстати, крупнейшие аэропорты мира являются именно такими хабами. Любимый пример Леонида Ицкова — аэропорт города Атланта (США), являющийся крупнейшим в мире при том, что в саму Атланту мало кто летит. Это классический хаб.

«С 2002 года начала реализовываться программа по оздоровлению предприятия, был принят концепт по созданию транспортного узла на базе аэропорта Храброво, дабы организовать дешевую и удобную транспортную схему для российских граждан и прежде всего — для жителей регионов», — рассказывает Сергей Грищенко. Калининградский аэропорт Храброво решено к 2008 году превратить в полноценный интегрирующий транзитный авиаузел с пропускной способностью порядка 6 млн пассажиров в год.

На сегодняшний день пассажиропоток из Калининградской области в Россию и по другим направлениям приблизительно оценивается в 700 тыс. пассажиров в год — этот объем постепенно растет, но вряд ли он в обозримом будущем достигнет цифры более 1 млн пассажиров. Понятно, что строить аэропортовый комплекс с пропускной способностью порядка 6 млн пассажиров в год для обслуживания целей этого региона смысла не имеет. Но если замкнуть на аэропорт транзитный трафик из городов России в Европу, то картина может получиться совершенно иной.

Амбициозность проекта впечатляет. Активная фаза его реализации началась два года назад, завершить создание нового аэропортового комплекса и запустить его на полную мощность планируется к середине 2008 г. Пока компания наращивает свой авиапарк и строит терминал. Принять на себя часть проектной нагрузки транзитный аэропорт Храброво сможет уже к лету 2007 года. «В 2007 году мы его запустим в несколько усеченном виде в связи с неполной готовностью терминала», — объясняет Сергей Грищенко. «КД авиа» рассчитывает, что к июню 2007 года из транзитного аэропорта Храброво можно будет летать по 11–15 маршрутам — в страны СНГ, Европы и в Россию. Уже решено, в каких направлениях будут осуществляться полеты с 15 июня: это будут 7 городов России (Москва, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Самара, Тюмень, Уфа, Омск) и 7 городов Европы (Гамбург, Берлин, Дюссельдорф, Мюнхен, Рим, Милан, Будапешт). Приоритетные направления для «КД авиа», по словам директора по бизнес-планированию Михаила Баскова, — это города-миллионники России, расположенные не далее Омска (дальше суда авиакомпании летать физически не могут), и вся Европа. Большинство лицензий и разрешений, необходимых для работы в Европе, «КД авиа» уже получила, сейчас компания занимается получением слотов (бронирует время прилета своих бортов в аэропорты). Когда хаб заработает в полную силу, самолеты из Храброво полетят в Уфу, Тюмень, Екатеринбург, Пермь, Нижний Новгород, Самару, Ростов, Москву, Санкт-Петербург, Хельсинки, Гамбург, Лондон, Дюссельдорф, Париж, Берлин, Мюнхен, Прагу, Вену, Будапешт, Рим, Милан, Барселону. К июню 2008 г. все рейсы за малым исключением планируется сделать ежедневными, а затем ставится задача летать по ключевым направлениям два раза в день. По степени удобства и количеству связей с Европой и Россией хаб в Храброво, по замыслу его создателей, не будет уступать московским аэропортам Домодедово и Шереметьево.



Карта полетов «КД авиа» с июня 2007 года

Как аэропорт Храброво сможет составить конкуренцию таким гигантам, как Шереметьево и Домодедово, через которые сейчас идет основной транзитный пассажиропоток из России в Европу (80% зарубежных рейсов из России осуществляется из московского авиаузла)? У Калининграда как самой западной точки России есть некоторое географическое преимущество перед Москвой при полетах из России в Европу. Но на одном географическом преимуществе в конкурентной борьбе не победить. Нужно сделать полеты через Калининград более удобными, простыми и дешевыми, чем через Москву. В первую очередь это касается расписания. Как говорит Сергей Грищенко, авиаузлы Москвы и Санкт-Петербурга ориентируют свои расписания на московских и петербургских пассажиров, а для того чтобы региональному пассажиру попасть, например, в Лондон, ему нужно либо ночью вылетать из своего города, либо за сутки. «КД авиа» планирует составить расписание таким образом, чтобы «пассажиру из Омска нужно было в 10.00 утром сесть на самолет у себя в аэропорту, прилететь к нам, максимум час отдохнуть в кафе и к обеду прилететь в Лондон». Самолеты «КД авиа» будут вылетать из большинства аэропортов России в районе 9–10 часов утра. В авиакомпании считают, что пассажиры должны по достоинству оценить предоставленную им возможность выспаться. «Чтобы понять потребности региональных пассажиров, нужно забыть, что мы сидим в Москве. У нас, в отличие от них, очень много возможностей полететь в



Александр Зайцев, заместитель генерального директора «КД авиа» по корпоративным финансам

Европу, а для региональных пассажиров каждый перелет — это стресс: дети плачут, старики теряют сознание, чемоданы в руках, из терминала, в терминал, а если это British Airways или Lufthansa, то все объявления на английском языке, что тоже стресс», — так описывает сегодняшние путешествия российских регионалов в Европу Михаил Басков.

Кроме расписания, ставка делается и на организацию работы и сервиса самого аэропорта, который будет изначально ориентирован на транзитный трафик. «Аэропорт является технологическим элементом всей системы полетов в рамках хаба — он спроектирован под задачу быстрой перевалки пассажиров: зал прилета может превратиться в зал вылета, в реверсивном режиме работает терминал», — рассказывает исполнительный директор «КД авиа» Леонид Ицков. К своим конкурентным преимуществам «КД авиа» относит и специальную систему обработки багажа транзитных пассажиров: находясь в хабе, пассажир не носит с собой свои чемоданы и прочую кладь — она доставляется на борт самолета, на котором пассажиру предстоит лететь дальше, в пункт назначения.

Ну и наконец, кроме расписания и сервиса не последнюю роль при принятии решения о маршруте полета играет цена. Для успеха в ценовой конкуренции у «КД авиа» действительно есть некоторые основания: авиапарк компании составляют экономичные «боинги», которые в условиях высоких цен на авиатопливо выигрывают по эффективности у российских самолетов. «Наша цена будет ниже уровня цен других авиакомпаний», — так определяет ценовую политику «КД авиа» Сергей Грищенко. По его прогнозу, «КД авиа» будет работать в зоне доходности даже при снижении цен еще и потому, что на ряде направлений маршрут от Храброво прямее, а следовательно, короче, и расход топлива меньше. При этом конкуренция со стороны low cost перевозчиков, по мнению руководства «КД авиа», авиакомпании не грозит. В «КД авиа» уверены, что «лоукостеры» не смогут работать в режиме хаба, поскольку изначально ориентированы на прямые перевозки между пунктами назначения.

Затевая столь масштабный проект, компания вложилась и в программное обеспечение. «КД авиа» обзавелась системой, которая автоматически регулирует загрузку направлений, хранит историю прошлых продаж, помогает оптимально продавать билеты в будущем, перепродает «отказные» билеты, обрабатывает статистические показатели продаж билетов по всему миру. Сегодня система подсказывает «КД авиа», какие маршруты выбирать в качестве приоритетных, а когда у компании появятся новые самолеты, большие по объему и способные летать на более дальние маршруты, она подскажет, какие новые пункты назначения выбрать. Этой системой в компании очень гордятся и говорят, что подобного чуда нет ни у одной авиакомпании в России, и даже «Аэрофлот» использует старую версию. «КД авиа» перевела свои продажи на новую систему в декабре 2006 г., а к июню 2007 года она полностью заработает, так как «накопит знания».

Чтобы заявить о новом транзитном аэропорте, «КД авиа» планирует рекламную кампанию в регионах России. Впрочем, бюджет ее достаточно скромен — всего 1.5-2 млн долл. Привлечь турагентства к сотрудничеству собираются посредством почтовых и электронных рассылок. Ключевые европейские авиакомпании познакомятся с хабом Храброво в ходе презентаций в посольствах РФ в странах Европы. А русскоговорящие пассажиры, проживающие в Европе, должны узнать о новом хабе из русскоязычной прессы.

По словам заместителя генерального директора «КД авиа» по корпоративным финансам Александра Зайцева, в 2007 году компания планирует перевезти до 1.5 млн пассажиров, т.е. почти утроить свои показатели по сравнению с 2006 годом. Реально ли это? Ждать ответа осталось недолго — на сайте «КД авиа» уже размещено объявление о продаже билетов на рейсы в рамках хаба с 15 июня 2007 года. Уже известно, например, что перелет Уфа-Мюнхен будет стоить 135 евро. При таких ценах мюнхенским пивоварам пора готовиться к наплыву любителей пива из регионов России.

ДЕНЬГИ НА ХАБ

Стоимость проекта создания хаба оценивается «КД авиа» в 100 млн долл. Этой суммы, по расчетам компании, должно хватить на инвестиции в сам аэропортовый комплекс и затраты на расширение парка самолетов. Сейчас у компании 12 бортов, к лету 2007 года их будет 19, а к 2008 году их должно быть 25. Примерно треть затрат будет профинансирована за счет кредитов ВЭБа, прочие затраты, относящиеся, в частности, к модернизации аэродрома, возьмет на себя государство.

Суммы в 100 млн долл. хватит лишь на обеспечение первого этапа жизни нового авиаузла. Чтобы хаб был жизнеспособным, он должен постоянно развиваться: увеличивать число маршрутов, объем пассажиропотока. Прежде всего, по словам Сергея Грищенко, хаб — это «скелет, на который наращивается мясо: появляются новые маршруты, число связей растет». Соответственно, потребуется финансировать физическое расширение хаба: увеличение числа рулежных дорожек, багажных лент и т. д. Кроме того, «КД авиа» планирует развивать инфраструктуру аэропорта. В перспективе — строительство комбината по изготовлению бортового питания, гостиниц для пассажиров. Все попутные производства решено выделить в отдельные производства для оптимизации бизнес-процессов.

Планируется инвестировать и в самолеты. Так, в период 2008–2012 гг. «КД авиа» намерена полностью укомплектовать свой авиапарк новыми «боингами» вместо находящихся сейчас в эксплуатации подержанных машин. Пересаживаться на новые самолеты планируется по мере того, как будут заканчиваться действующие лизинговые контракты. Не исключено, что средства на обновление парка будут привлечены в ходе размещения второго облигационного займа «КД авиа» в 2008 году.

ВСЕ ВЫШЕ, И ВЫШЕ, И ВЫШЕ...

Руководство «КД авиа» вынашивает грандиозные планы развития авиакомпании и аэропорта Храброво. Например, компания не исключает возможности создания на базе аэропорта учебного центра для пилотов, оснащенного современными тренажерами. Один такой тренажер стоит порядка 10 млн евро, стоимость строительства учебного центра, оснащенного несколькими тренажерами, — примерно 60-70 млн евро. Поэтому при строительстве учебного центра планируется использовать модель государственно-частного партнерства. «Проблема с пилотами — это проблема государственная, — подчеркивает Сергей Грищенко. — Мы будем готовить кадры для всей страны». «КД авиа» обсуждает проект создания школы для пилотов в Храброво с Петербургской академией гражданской авиации, а также обратилась по этому вопросу к Lufthansa Consulting.

Для обеспечения комфортной доставки в хаб пассажиров из Калининградской области, Прибалтики, Белоруссии и Польши в компании задумываются об организации в перспективе вертолетного сообщения с близлежащими городами. В планах также строительство городка с полной социальной инфраструктурой для сотрудников авиакомпании. Сергей Грищенко в шутку окрестил этот проект «шведской моделью социализма». И это только малая часть того, о чем готов рассказать Сергей Грищенко и его коллеги. Что из всего этого будет в итоге осуществлено, наверное, пока рано говорить, но в масштабности и нестандартности мышления руководству компании не откажешь.



Мнение

Иван Руденко,

начальник управления по привлечению финансирования ИГ «Русские фонды»

На рынке облигаций сейчас представлены 4 авиакомпании: Air Union, «Трансаэро», «ЮТэйр» и «Самара». В авиакомпании инвесторам прежде всего интересна доля рынка, которую она занимает, ее финансовые показатели и узнаваемость бренда. Компания Air Union может быть интересна инвестору, так как она занимает третье место в России по доле рынка пассажирских авиаперевозок, также могут быть интересны «Трансаэро», S7 Airlines и «Аэрофлот». Все авиакомпании, уже представленные на рынке облигаций, а также авиакомпании, потенциально интересные инвесторам, имеют ощутимую долю рынка. В то же время доля рынка пассажирских авиаперевозок «КД авиа» очень незначительна.

В отрасли авиаперевозок в России не видится радужных перспектив, она в целом малорентабельна, и для успеха в этом бизнесе авиакомпании необходима крепкая господдержка. Государству принадлежит часть аэропортового комплекса Храброво, так что у «КД авиа», вероятно, есть поддержка со стороны государства. Кроме того, «КД авиа» кредитуется Внешэкономбанком (ВЭБ), а большинство сделок ВЭБа происходит при одобрении государства. Предполагаемое наличие административного ресурса у компании «КД авиа» является положительным фактором.

Я не уверен, что «КД авиа» сможет в ближайшие годы вывести свой хаб на проектную мощность (6 млн пассажиров в год). Во-первых, на сегодняшний день в России почти во всех крупных городах-миллионниках есть прямые маршруты в Европу. Например, из Баку в Калининград лететь по времени приблизительно столько же, сколько и в Европу. На мой взгляд, географически транзитный аэропорт должен быть расположен в более удобном месте. Поэтому я сомневаюсь в том, что «КД авиа» привлечет в свой хаб большое количество региональных пассажиров, летящих в Европу. Во-вторых, россияне пока не так уж много летают. Конечно, со временем жители России будут летать больше и, может быть, станут летать и через Калининград. В то же время Калининградская область как экономическая зона может потенциально обладать довольно большим транспортным потоком.

Конкурентоспособным этот проект может быть только в том случае, если «КД авиа» удастся существенно снизить цены на авиабилеты. Но я не уверен в том, что у компании это получится. Да, в парке «КД авиа» исключительно «боинги», которым требуется меньше топлива, чем отечественным машинам, но парк у «КД авиа» довольно старый, соответственно, потребность в ремонте и техобслуживании у него выше, при этом запчасти для «боингов» стоят значительно дороже, чем для российских самолетов аналогичного класса, «боинги» существенно дороже в обслуживании. Снижение налогового бремени за счет нахождения в особой экономической зоне также не позволит «КД авиа» снизить цены настолько сильно, чтобы привлечь достаточное число пассажиров. Кроме того, экономия не является сегодня первоочередной задачей для россиян, использующих авиатранспорт. Основные цели авиаперелетов россиян сегодня — это бизнес-поездки, командировки и поездки в отпуск, при этом в отпуск летают в основном на чартерных рейсах, а в бизнес-поездках главное не экономия, а скорость и удобство. Кроме того, нельзя исключать скорого появления в России бюджетных авиакомпаний. Когда будут созданы российские low cost airlines, авиаперелеты станут гораздо доступнее, и выбирая, каким маршрутом лететь — через Калининград или напрямую на бюджетном перевозчике, — экономный пассажир, вероятно, предпочтет low cost airlines. «КД авиа» — малоизвестная компания, чтобы привлечь пассажиров, ей необходимо направить большой объем средств на рекламу. В то же время компания не планирует инвестировать в масштабные рекламные и пиар-кампании.

По своим финансовым показателям к «КД авиа» наиболее близка авиакомпания «Самара». «Самара» также является региональным перевозчиком, хотя в городе Самара пассажиропоток гораздо больше, чем в Калининграде. В отличие от «КД авиа», «Самара» входит в альянс авиаперевозчиков, что является плюсом. С начала 2004 года облигации авиакомпании «Самара» торгуются с эффективной доходностью к погашению на уровне 14–14.5% годовых. У «КД авиа» этот показатель точно не будет ниже даже несмотря на то, что у «Самары» меньше объем займа. Для облигаций «КД авиа» я прогнозирую ставку купона не ниже 14.5%. Я пока не вижу инвестиционной идеи в этой компании, по-моему, ее облигации будут довольно рисковым инструментом.

ВЕКСЕЛЯ, ОБЛИГАЦИИ, IPO

Выпуск облигаций «КД авиа» организует «Банк ЗЕНИТ», размещение облигаций на сумму 1 млрд руб. намечено на апрель 2007 г. Параметры выпуска будут достаточно стандартными: срок обращения 3 года, годовая оферта. Привлеченные в ходе размещения средства компания направит на запуск хаба, в частности, на расширение парка самолетов, создание инфраструктуры, обучение и зарплату пилотов пойдет порядка 400 млн руб. Также из этих средств планируется погасить векселя компании на сумму 200 млн руб. и краткосрочные кредиты в объеме 400 млн руб. Сам эмитент рассчитывает на доходность своих бондов в пределах 12%, однако в компании сознают, что к апрелю ситуация на долговом рынке может претерпеть изменения.

В данный момент из сектора авиаперевозок на рынке торгуются два выпуска бумаг «ЮТэйр» на 1 и 2 млрд руб., «Трансаэро» на 2.5 млрд руб., Air Union (1.5 млрд руб.) и небольшой займ авиакомпании «Самара» на 350 млн руб. Доходность к погашению по состоянию на конец декабря 2006 по облигациям «Трансаэро» составляла 11.7%, «ЮТэйр» 19 декабря разместила выпуск под доходность 10.7%. Облигации авиакомпании «Самара» в конце декабря торговались с доходностью 13.6%, наибольшую доходность из «авиационных» бумаг показывали бумаги Air Union, торговавшиеся под доходность 15.4%, что неудивительно на фоне негативного новостного фона вокруг компании. В самой «КД авиа» в качестве ориентира по ставкам называют «Трансэаро». Но многие инвесторы (см. комментарий от Ивана Руденко), скорее всего, в качестве бенчмарка возьмут более близкую «КД авиа» по масштабам бизнеса авиакомпанию «Самара».

А пока идет подготовка к выпуску облигаций, «КД авиа» осуществляет свою вексельную программу, которая стартовала в апреле 2006 г. По словам управляющего портфелем рублевых долговых инструментов «Банка ЗЕНИТ» Александра Глебова, в обращении к концу 2006 г. находились векселя «КД авиа» на сумму около 180 млн руб. сроком 3–6 месяцев, самыми востребованными оказались трехчетырехмесячные транши. Такие сроки обусловлены не только интересом инвесторов, но и тем, что в первом полугодии 2007 г. компания планирует выйти на рынок облигаций, и векселя выполняют функцию бридж-финансирования. Доходности по векселям «КД авиа» сложились в диапазоне 12–12.70%. Основные инвесторы в бумаги авиакомпании — небольшие банки и финансовые компании. «Банк ЗЕНИТ» осуществляет традиционный спектр операций с векселями «КД авиа»: двусторонние котировки, РЕПО.

«КД авиа» не исключает продолжения своей истории на рынке бондов и может в 2008 г. разместить второй выпуск облигаций. К этому времени у эмитента уже появится отчетность, подготовленная по МСФО. Как и у большинства эмитентов облигаций сегодня, у «КД авиа» есть планы в перспективе провести IPO. «Сейчас мы увеличиваем уставной капитал, идут мероприятия для того, чтобы быть красивыми для IPO», — поделился заместитель генерального директора «КД авиа» Александр Зайцев.

Мнение



Александр Ермак,

главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН»

Стоит отметить, что в первую очередь бросается в глаза существенный рост масштабов бизнеса компании «КД авиа» за текущий год. Эта относительно небольшая авиакомпания демонстрирует в последнее время достаточно существенные темпы роста выручки. По итогам 9 месяцев 2006 года выручка компании уже практически в два раза превысила прошлогодний показатель: если за 2005 год выручка составила менее 1 млрд рублей, то за 9 месяцев 2006 г. — уже более 1.87 млрд руб. У компании достаточно низкая рентабельность, но и здесь есть положительная динамика по сравнению с прошлым годом. В то же время по показателю рентабельности по чистой прибыли (2.35% за 9 месяцев 2006 г.) «КД авиа» сопоставима с такими авиакомпаниями, как «ЮТэйр» (2.7%), «Трансаэро» (2.9%), она опережает «КрасЭйр» (0.2%), АК «Самара» (отрицательная).

Среди плюсов авиакомпании следует отметить смену парка авиасудов, которая позволит «КД авиа» более уверенно чувствовать себя с точки зрения технической оснащенности. Однако все самолеты находятся в парке компании на условиях лизинга, что существенно увеличивает ее совокупный финансовый долг. И хотя задолженность по лизинговым контрактам не отражается в отчетности компании, лизинговые платежи могут существенно снижать показатели эффективности деятельности компании. Текущая долговая нагрузка компании достаточно высока: на конец третьего квартала 2006 года отношение долг/EBIT составило порядка 7.8х, в то же время по итогам 2005 года превышало 11.5х. Выручка компании менее чем в 2 раза превышает ее финансовый долг, который вдвое превышает собственный капитал компании. И если «КД авиа» будет использовать средства от планируемого размещения облигаций на инвестиционные цели, эти показатели еще ухудшатся. Для сравнения: у компании «ЮТэйр» отношение долга к EBITDA составляет 3.4х по итогам 9 месяцев 2006 г., у авиакомпании «Самара» — 8.1х, у «Трансаэро» — 8х, у «ВИМ-АВИА» — 2.2х. При этом стоит отметить, что недостаточность собственного капитала наблюдается у большинства российских авиакомпаний.

Что касается самого проекта создания транзитного транспортного узла на базе аэропорта Храброво, то те риски, которые будут нести инвесторы в облигации «КД авиа», напрямую связаны с успешностью этого проекта. На первый взгляд, достаточно удобное месторасположение аэропорта позволяет говорить о возможности удачной реализации проекта хаба. Наверное, пассажирам из глубинки России и из Европы будет удобно пользоваться этим аэропортом. С другой стороны, на большинстве маршрутов, которые планирует запустить «КД авиа», уже летают российские лидеры авиаперевозок, в том числе «Аэрофлот». И наверное, компании нужно будет потратить достаточно много усилий на то, чтобы перенаправить пассажиропоток в свой хаб. Кроме того, компания «КД авиа» не обладает достаточной известностью на рынке авиаперевозок. Чтобы повысить узнаваемость бренда, ей необходимы достаточно большие маркетинговые и рекламные затраты. Также для привлечения клиентов, вероятно, понадобится сформировать интересные с точки зрения стоимости билетов предложения. В то же время возможный рост маркетинговых издержек и снижение цен будут негативно влиять на уровень рентабельности деятельности компании в будущем. Сейчас, как мне кажется, достаточно сложно оценить успех проекта калининградского хаба.

Справедливая доходность облигаций компании «КД авиа», на мой взгляд, может находиться на уровне порядка 12.5% на один год.