Анна Чепракова

Гостеприимные бонды от «Интуриста»

***Александ АРУТЮНОВ**, президент ВАО «Интурист»*
Фото: Василий Проханов

Казалось бы, на российском рынке облигаций уже представлены эмитенты почти всех отраслей российской экономики. Но нет: до сих пор на рынке нет ни одного эмитента из сектора «туризм» (турфирмы, гостиницы и пр.). Но вскоре и эта ниша будет заполнена: ориентировочно в середине апреля 2007 г. на рынок с выпуском на 1 млрд руб. планирует выйти патриарх советской туриндустрии, внешнеэкономическое акционерное общество «Интурист» (ВАО «Интурист»). Отношение участников рынка к эмитенту из этой отрасли, наверно, было бы весьма настороженным, но «Интурист» является частью АФК «Система», и это многое меняет. Но зачем турфирме может понадобиться 1 млрд руб.? В этом разбирался Cbonds Review.

ВОРОТА В СТРАНУ СОВЕТОВ

Основанный в 1929 году, «Интурист» в советский период занимался практически всеми операциями сферы гостеприимства и туризма и был лидером отечественного туристического рынка на направлениях как въездного (прием иностранцев в СССР), так и выездного (поездки советских граждан за рубеж) туризма. Удивительно, но факт: «Интурист» изначально был создан в форме акционерного общества (ВАО — всесоюзное акционерное общество). Ежегодно «Интурист» привозил в СССР миллионы иностранных гостей, обеспечивал им познавательный досуг и отдых, а также отправлял отдыхать на зарубежные и советские курорты тысячи сограждан. «Интурист» был фактически монополистом на туристическом рынке СССР и контролировал все входящие и исходящие турпотоки, а также перемещение иностранных туристов по стране и советских граждан за рубежом. В функции «Интуриста» входило формирование благоприятного впечатления интуристов о стране Советов и надзор за поведением советских граждан на чужих территориях. Компания активно взаимодействовала со спецслужбами, и не секрет, что гиды «Интуриста» играли роль соглядатаев.

Известный американский писатель-фантаст Роберт Хайнлайн, посетив СССР в 1960 году, написал рассказ «Интурист изнутри», в котором не слишком лестно описывает советскую туриндустрию: «Начните с осознания того факта, что советский «Интурист» на самом деле не является бюро путешествий, каким мы привыкли видеть агентство Кука или «Американ экспресс». Это бюро коммунистического правительства, функция которого заключается в том, чтобы выкачать из янки доллары авансом, прокатить по ограниченной со всех сторон дорожке и дать пинка на другом конце, оставив их пребывать в том же глубоком неведении о стране пребывания, что и вначале».

В распоряжении «Интуриста» было 450 гостиниц на территории СССР, четыре отеля на Карибах, два в Лондоне, один в Париже и один на Кубе, 20 собственных самолетов, четыре круизных лайнера, три поезда повышенной комфортности и ресторанные залы на 85 тыс. мест единовременного обслуживания. В конце 80-х через систему «Интуриста» в СССР ежегодно приезжало более 2 млн иностранцев, а доходы компании превышали 700 млн долларов.

НОВЫЕ ВРЕМЕНА

С распадом СССР компания потеряла не только влияние, но и существенную часть своих активов. Кроме того, изменился и рынок: если раньше «Интурист» фактически был монополистом, то уже в начале 90-х стали возникать многочисленные турфирмы, специализирующиеся и на выездном, и на въездном туризме. Особенно острой оказалась конкуренция в секторе выездного туризма: россияне стремительно открывали для себя новые направления и требовали новых предложений, и советский «монстр» не успевал за требованиями рынка. Как следствие, «Интурист» уступил ведущие позиции на рынке выездного туризма новым игрокам. В течение более 10 лет «Интурист» был заметен лишь в секторе въездного туризма, где по-прежнему лидировал. Бренд «Интуриста» поблекнул, утратил былую мощь и стал скорее ассоциироваться с ныне снесенной гостиницей в центре Москвы, нежели с прежним лидером сектора туризма и гостеприимства.

Под контроль АФК «Система» бывшая государственная монополия перешла в июле 1994 г. Сейчас «Системе» принадлежит 66.203% компании, 25.036% владеет Департамент имущества г. Москвы, 8.747% — у ГАО «Москва». За последние 10 лет в «Интуристе» сменилось шесть управленческих команд, но ни одна из них так и не смогла вновь превратить компанию во флагман российской туриндустрии. «Интурист» хоть и остается в числе лидеров отрасли, но занимает уже не первые места. В соответствии с рейтингом газет «Туринфо» и «КоммерсантЪ», в 2002 г. он занимал третье место по обороту (64 млн долл.) и второе по количеству туристов (351 тыс. чел.), уступая по обороту компаниям «ИННА ТУР» и TEZ TOUR. В 2003 г., хотя оборот и вырос до 80 млн долл., по оборотам «Интурист» оказался на пятом месте, пропустив вперед еще «Неву» и «Натали Турс». В 2004 г. с оборотом 112.5 млн долл. компания удержалась на пятом месте, но в 2005 г., показав оборот 106.88 млн, опустилась на седьмое место, и даже по количеству туристов (415 тыс. чел.) оказалась только третьей (после «ИННЫ ТУР» и TEZ TOUR).

В апреле 2005 года в «Интуристе» произошла очередная смена управленческой команды. Президентом компании стал Александр Арутюнов. Уроженец Тбилиси, Арутюнов в 1993 году закончил МГУ, и до «Интуриста» его карьера развивалась в основном в финансовой сфере: он был начальником отдела инвестиций в АФК «Система», заместителем председателя, а потом председателем правления Московского Банка Реконструкции и Развития (МБРР, входит в АФК «Система»). Казалось бы, не совсем логичное назначение? Но АФК «Система» известна своими кадровыми решениями, когда топ-менеджера одного направления переводят на другое: самое известное подобное назначение — переход Леонида Меламеда с поста руководителя «РОСНО» на пост президента МТС.

Под руководством Александра Арутюнова дела «Интуриста» пошли на поправку. Его команда решила превратить «Интурист» в крупнейшего оператора рынка массового туризма и максимально нарастить финансовые обороты компании. «Мы изначально позиционировали «Интурист» <…> как конвейер по производству услуг гостеприимства на всем земном шаре», — делится Александр Арутюнов. В 2006 году компания обслужила более 600 тыс. иностранных и российских туристов. В сегменте въездного туризма «Интурист» занимает сегодня уверенную лидирующую позицию с отрывом от конкурентов в два-три раза. Выручка

ВАО «Интурист» в 2006 году за вычетом внутренних оборотов приблизилась к отметке 300 млн долларов.

Догонять ушедших вперед конкурентов «Интурист» решил не только за счет «органического» роста, но и за счет поглощения более мелких компаний. Летом 2006 г. «Интурист» приобрел контрольный пакет туркомпании «Скайвэй», специализирующейся на таких направлениях, как Египет, Тунис, Таиланд, Болгария, Италия, Австрия. В 2005 г. эта компания обслужила около 50 тыс. туристов. Еще более серьезным приобретением стала турфирма «Ривьера», одна из крупнейших в Санкт-Петербурге, контрольный пакет которой (51%) был приобретен в декабре 2006 г. «Ривьера» в 2005 году обслужила около 100 тыс. человек, с годовым оборотом 74 млн долл. она занимает 12 место в общероссийском рейтинге. Компания специализируется на таких популярных направлениях, как Турция, Египет, Таиланд, и работает с туристами из Санкт-Петербурга, Уральского региона, Москвы, Мурманска, Ростова и других городов. Еще одним приобретением, сделанным в 2006 г., стала компания «Мегаполюс-Авиачартер» («Интурист» приобрел 51% долей компании). Специализация этой компании — разработка и заказ массовых, а также бизнес-чартеров. Благодаря этому приобретению «Интурист» усилил свои позиции на выездных направлениях.

Приросли активы «Интуриста» и за счет передачи ему нескольких гостиниц, принадлежащих АФК «Система». Гостиницы принадлежат отдельной компании — «Интурист Отель Групп», — и до начала 2006 года эта компания на 100% принадлежала напрямую АФК «Система». В марте 2006 года было объявлено о том, что эта компания передается «Интуристу». «Жемчужиной» в коллекции отелей, конечно же, является крупнейшая в Москве гостиница «Космос» с номерным фондом в 1777 номеров. Кроме «Космоса», «Интурист Отель Групп» владеет московской гостиницей «Пекин», а также гостиницами в Чехии (Карловы Вары) и Италии. Еще в ряде городов (Нижний Новгород, Петрозаводск, Ростов Великий, Углич) «Интурист» осуществляет управление гостинницами, не являясь их собственником.

Сделанные в 2006 году приобретения, безусловно, значительно усилят позиции «Интуриста» в российской туриндустрии. Теперь компания однозначно претендует на лидерство в отрасли.

ТУРИЗМ И ГОСТЕПРИИМСТВО В ОДНОМ ФЛАКОНЕ

На данный момент основную прибыль «Интуриста» генерируют два бизнес-направления — туроперирование (организация въездного, выездного и внутреннего туризма) и гостиничный бизнес. Туроперирование, по словам Александра Арутюнова, приносит компании 35–40% процентов прибыли, а гостиничный бизнес — 60–65% прибыли. В параметрах валовой выручки ситуация обратная: порядка 30–40% выручки генерируют подразделения гостиничного бизнеса, а остальные 60–65% — туроперирование. «С точки зрения прибыли на объем выручки гостиничный бизнес более доходен, туроперирование менее доходно. Но с другой стороны, начать гостиничный бизнес — это тяжелая задача, нужны значительные инвестиции. В туроперировании другая ситуация: там вы работаете не на длинных инвестициях, а на оборотных деньгах, которые требуются для формирования туристического продукта: вы выкупаете номера в гостинце, билеты, потом продаете продукт», — объясняет Александр Арутюнов. Наличие двух основных составляющих частей туристического бизнеса (туроперирование, включая сети продаж, и гостиничный бизнес, включая управление гостиницами) внутри одного холдинга позволяет «Интуристу» нивелировать риски. «Мы всегда можем контролировать свою доходность через направление клиентских потоков на собственные гостиницы, это средство очень серьезного контроля рисков в случае спадов на каких-либо рынках», — уверен президент «Интуриста».

В 2006 году «Интурист» начал реструктуризацию своих разрастающихся активов, и в 2007 году должно завершиться его превращение в вертикально интегрированную структуру с головной управляющей компанией и четырьмя дивизионами: «Туроперирование», «Розничные продажи», «Транспортные услуги» и «Гостиничный бизнес». Формирование первых трех направлений бизнеса завершено, осталось достроить транспортный дивизион. «Интурист» стремится к тому, чтобы, как и крупнейшие мировые операторы туристического рынка (TUI, REWE Touristik и др.), контролировать все звенья стоимостной цепочки своего бизнеса, а соответственно, зарабатывать на каждой составляющей турпродукта (от комиссии за продажу турпакета в собственном агентстве до продажи авиабилетов, трансферов, экскурсий и гостиничных номеров). Внутри бизнеса «Интуриста» уже находятся практически все звенья этой стоимостной цепочки — собственные офисы продаж, собственные туроператоры, собственные принимающие компании, собственные организаторы чартеров и гостиницы (в собственности или в управлении). Для полного комплекта не хватает только своего авиаперевозчика. «Есть другие игроки, которые могут контролировать, может быть, два сегмента, но чтобы все четыре или пять сегментов, таких компаний нет», — говорит Арутюнов. Впрочем, такое положение дел не ново для «Интуриста»: в советское время компания также предлагала свои клиентам весь комплекс туруслуг: «Все ваши перемещения по стране полностью контролирует «Интурист»: вы покупаете у него все билеты, услуги гидов и шоферов, номера в гостиницах, все завтраки, обеды и ужины», — рассказывал Роберт Хайнлайн в своем очерке.

ЦЕЛЬ — 10% ТУРИСТИЧЕСКОЙ РОЗНИЦЫ

Одно из направлений развития «Интуриста» — расширение сети розничных продаж туристических продуктов. Сегодня у компании более 130 продающих офисов в России и за рубежом, к 2009–2010 их будет уже 700–800. В январе 2007 г. «Интурист» создал стопроцентную дочернюю компанию «Интурист Магазин Путешествий», куда в качестве филиалов интегрируются все офисы продаж компании. Объединение розничных офисов под вывеской «Интурист Магазин Путешествий» в форме филиальной сети призвано решить проблему управления сетью продаж. Сеть будет построена по принципу региональных центров продаж: семь крупных филиалов в Москве, Санкт-Петербурге, Владивостоке, Екатеринбурге, Новосибирске, Ростове-на-Дону и Самаре будут на своей территории управлять продажами на основе стандартизированного программного продукта — IT-системы и логистики отправки туристов. Все региональные центры будут полностью контролироваться центральным офисом, расположенным в Москве. Розничные филиалы будут существовать в двух форматах: крупные офисы (около 200 м^2, 15–20 сотрудников) и небольшие точки продаж (30–50 м^2, 3–4 продавца).

Магазин Путешествий

Агентства «Интурист Магазин Путешествий» будут продавать не только продукты материнской компании, но и туры других компаний. Целевая задача — занять 10% рынка ритейловых продаж (и соответственно, комиссионных от продаж) в России среди туристических агентств. Уже в 2007 году «Интурист» откроет около 100 новых точек, и к концу года у него будет 200–250 собственных пунктов продаж, а к 2009–2010 году их число должно будет вырасти до 700–800. «Интурист» рассматривает возможность открытия своих офисов и по франчайзингу, но планирует серьезно ужесточить контроль над ними, особенно в части стандартов обслуживания туристов.

Александр Арутюнов предполагает, что туристическая розница, как и другие виды розницы, пойдет по пути консолидации. Сейчас отрасль представлена огромным количеством участников — турфирм в России порядка 7–8 тыс. Для сравнения: на европейском рынке продаж турпродуктов господствует всего несколько крупных операторов — TUI, Thomas Cook, REWE Touristik. «В России в любом случае останется две-три крупные сети, первым будет тот, кто достигнет доли в 10%», — делает заявку на лидерство Александр Арутюнов.

РОССИЯ ПРИРАСТЕТ «ТРЕШКАМИ»

Не менее масштабны планы «Интуриста» и в гостиничном бизнесе. Гостиничные активы, имеющиеся в данный момент, — это набор разных по качеству, концепции и географии гостиниц. Напомним, в активе «Интуриста» есть московские гостиницы «Космос» (самая большая гостиница в Москве, 1777 номеров) и «Пекин», а также гостиницы в Чехии и Италии. Под управлением компании работают гостиницы в Нижнем Новгороде и Петрозаводске, в феврале 2007 г. открылась гостиница «Московский тракт» в Ростове Великом, в ближайшее время должен открыть свои двери отель «Москва» в Угличе — «Интурист» осуществляет управление этими гостинницами, но не является их собственником.

В качестве целевых объектов для инвестиций (как при строительстве, так и при аренде) «Интурист» определил для себя гостиницы уровня три-четыре звезды в России. На домашнем рынке «Интуристу», являющемуся лидером въездного туризма и собирающемуся стать лидером внутреннего, проще обеспечить наполнение номерного фонда. При этом компания делает ставку на сегмент трех-четырех звезд, так как именно эти гостиницы интересны клиентам, за счет которых можно достичь заполнения номеров. То есть гостинцы для компании — не отдельный бизнес, а часть общего бизнес-процесса. Системный подход.

В Санкт-Петербурге у «Интуриста» гостиничных объектов пока нет, но здесь, как и в Москве, компания намерена выступить соинвестором строительства, как только появится интересный проект. Московский и петербургский туристические рынки Александр Арутюнов называет «бездонными». Действительно, загрузка гостиничных объектов уровня три-четыре звезды при существующем на сегодняшний день дефиците гостиниц практически гарантирована. В Москве и Петербурге компания ориентирована именно на строительство новых отелей, приобретать существующие гостиницы в столицах «Интурист» не собирается, поскольку не видит на рынке подходящих предложений.

У «Интуриста» большие планы по освоению гостиничного рынка Центрального федерального округа России (ЦФО). Компания принимала участие в разработке программы развития гостиниц в ЦФО и надеется выступить партнером ЦФО в реализации этого проекта. Программа разрабатывается аппаратом полпреда ЦФО, Фондом развития ЦФО и местными администрациями. Сейчас Фонд развития ЦФО рассматривает бизнес-план, подготовленный «Интуристом» для участия в проекте. У «Интуриста» уже есть несколько гостиниц в центре России: в Нижнем Новгороде и Ростове Великом, скоро откроется гостиница в Угличе.

Центральной Россией в реализации гостиничных проектов «Интурист» себя не ограничивает. У компании есть активы в Алтайском крае, который стал одним из регионов, выигравших конкурс на создание туристско-рекреационной зоны, а также будет одним из российских «лас-вегасов». Здесь «Интурист» реализует проект под рабочим названием «Алтай Resort». Уже построен небольшой гостиничный комплекс, здесь же появятся лечебные корпуса. В горной части территории будет построен горнолыжный курорт с гостиницей высокого уровня на 100–120 номеров, горнолыжными трассами и подъемниками. Предполагается, что зимой туристы будут приезжать в «Алтай Resort» кататься на лыжах, а летом — лечиться. Большой гостиничный

Гостиница «Космос» — жемчужина в короне «Интуриста»

комплекс и горнолыжный курорт заработают не раньше зимы 2008 года, сейчас «Интурист» ведет переговоры с рядом финансовых институтов об инвестициях в этот проект.

Среди крупных девелоперских проектов «Интуриста» — создание туристического комплекса в Карелии, которая уже сегодня привлекает российских и зарубежных туристов. Пока «Интурист» просто управляет гостиницей «Северная» в Петрозаводске, арендуя ее у муниципалитета. Но компания рассматривает возможность реализации и более масштабных проектов в Карелии. Совместно с администрацией региона прорабатывается возможность строительства лыжного курорта, трехзвездочной гостиницы в Петрозаводске на 200 номеров, плавучей гостиницы на 100 номеров в районе Кеми и ряда других объектов. Схема финансирования строительства таких объектов может предусматривать значительные вливания из федерального и местного бюджетов. Но пока, как подчеркивают в «Интуристе», это всего лишь планы, и Карелия — не единственный представляющий интерес регион.

ВЫЕЗДНОЙ ТУРИЗМ: ОТ ЧЕХИИ ДО СИРИИ

За пределами России «Интурист» намерен развивать гостиничный бизнес в Западной и Восточной Европе, а также в Турции, Египте, Тунисе и других арабских странах. «Интурист» управляет пятизвездочной гостиницей Savoy Westend Hotel в Карловых Варах («Интурист» владеет 51% этого объекта), в 2006 году компания приобрела гостиницу в Италии в местечке Форте-дей Марми и сейчас занимается ее реконструкцией. «Интурист» не исключает возможности приобретения или аренды и других объектов в Западной и Восточной Европе. Основной критерий выбора объектов — возможность наполнить номерной фонд. С этой точки зрения «Интурист» считает весьма привлекательным туристический рынок арабских стран. Компания занимается туроперированием на арабских направлениях, возит туристов в Египет, ОАЭ, поэтому серьезно присматривается к проектам строительства гостиниц в этих странах. Из-за теплого климата сезон здесь длится от 8–9 месяцев до года. Кроме того, инвесторы в гостиничные объекты в большинстве арабских стран обласканы государством, они пользуются колоссальными налоговыми преференциями и получают землю под строительство на льготных условиях. При этом политические риски инвестирования в арабские страны не представляются «Интуристу» существенными.

Для строительства гостиничного комплекса в Сирии «Инутрист» уже получил в аренду земельный участок. Примечательно, что проект планируется совместно с Трубной Металлургической Компанией (ТМК). В сирийском гостиничном комплексе будет порядка 300–350 номеров. Строительство еще не начато, партнеры ведут подбор проектировщиков и девелоперов.

ПОРА В ПОЛЕТ?

Для того чтобы увеличить долю рынка выездного туризма и стать туристической компанией полного цикла, «Интуристу» не хватает только собственного авиаперевозчика. «Интурист» всерьез думает о создании собственной авиакомпании, с этим вопросом руководство и акционеры «Интуриста» планируют определиться уже в 2007 году. «Интурист» обслуживает большие турпотоки, и появление авиаперевозчика с собственными самолетами в структуре группы выглядит логичным. «На сегодняшний день в условиях дефицита качественных авиаперевозок в России это также может стать очень серьезным конкурентным преимуществом как одно из очередных звеньев контроля бизнеса или продукта, который мы продаем нашим клиентам», — говорит Александр Арутюнов. Наиболее перспективными направлениями собственных авиаперевозок могут стать турецкое, египетское и европейское (Италия, Хорватия, Черногория).

В экспертной среде обсуждается возможность приобретения «Интуристом» авиакомпании «ВИМ-АВИА», которая является одним из крупнейших чартерных авиаперевозчиков. Впрочем, это всего лишь слухи — более логично приобретение меньшей по масштабу компании, тем более что, по оценкам экспертов, «Интуристу» для обслуживания своего турпотока достаточно иметь не более пяти самолетов.

ВОЗРОЖДЕНИЕ БРЕНДА

В значительной степени основной актив турфирмы — это ее бренд, и, соответственно, доверие клиентов этой компании. Поэтому, задавшись целью стать лидером на рынке туруслуг, невозможно пренебрегать брендом. «Интурист» весьма трепетно относится к этому важнейшему нематериальному активу, разрабатывает программу усиления бренда. То, что бренд «Интуриста» нужно реанимировать, сомнений не вызывает. Казалось бы, «Интурист» по определению выигрывает у «новых» турфирм (TEZ TOUR, «ИННА ТУР», «Натали Турс», «Нева» и т. д.) — хотя бы потому что «Интурист» существует с 1929 года и так или иначе знаком всем «рожденным в СССР». Но если у людей старшего и среднего возраста, заставших советскую эпоху в сознательный период своей жизни, это имя еще ассоциируется с туризмом, у них живы воспоминания о прошлой силе компании, то для молодого поколения (да и то — прежде всего для московской молодежи) «Интурист» — это только гостиница на Тверской, ныне уже снесенная. Трудно не признать, что снесенный отель — не лучшая ассоциация с брендом компании.

«Интурист» планирует работать над усилинием своего бренда, впрочем, однозначной стратегии на этот счет в компании пока нет.

ТУР НА РЫНОК КАПИТАЛА

Трудно найти в России структуру, которая была бы столь последовательна с точки зрения выхода на рынок капитала, как АФК «Система». Группа одну за другой выводит свои компании на рынки акций и облигаций: МТС, МГТС, «СИТРОНИКС», МБРР, «Детский Мир», «Комстар-ОТС».

Не станет исключением и «Интурист». Все управленческие решения ориентированы на повышение капитализации компании. Свою миссию на посту президента «Интуриста» Александр Арутюнов формулирует так: «Задача, которую мы решаем, — это привести компанию в то состояние, когда инвесторы захотят стать участниками этой компании в качестве акционеров; это высшее достижение менеджера». АФК «Система» не исключает в будущем продажи части акций «Интуриста» (по разным данным, порядка 18%) через механизм IPO.

Но предшествовать выходу на рынок акций будет размещение облигаций. Свой облигационный заем, дебютный не только для самой компании, но и для российской туриндустрии в целом, «Интурист» планирует разместить в апреле 2007 года. Объем трехлетнего займа составит 1 млрд рублей, предусмотрен полугодовой купон. Организатором размещения выступает Райффайзенбанк. Размещение будет произведено от лица самого ВАО «Интурист».

Основной объем привлеченных средств планируется инвестировать в гостиничный бизнес «Интуриста». Часть денег будет направлена на реконструкцию и реновацию действующих гостиничных объектов, а часть пойдет на реализацию новых гостиничных проектов. Некоторую долю средств планируется направить на создание новых турпродуктов в РФ и за рубежом, а также на рефинансирование существующей задолженности.

На российском рынке облигаций пока нет эмитентов, представляющих сектор «Туризм и гостеприимство», соответственно, нет и бенчмарка, на который можно опираться, оценивая возможную доходность бумаг. В то же время нельзя исключать того, что участники рынка будут определять доходность облигаций «Интуриста» с оглядкой на то, что основным его акционером является АФК «Система», и это, вероятно, снизит стоимость заимствований. Рублевый облигационный заем для «Интуриста» — лишь первый этап выхода на долговой рынок, компания собирается привлекать долговое финансирование и на международных рынках, что, по мнению Александра Арутюнова, удешевит заимствования.

По итогам 2006 года компания сформировала консолидированную отчетность по стандарту US GAAP и готовится к проведению аудита международной компанией. Учитывая то, что в 2008 году «Интурист» не исключает размещения своих акций на LSE, аудированная отчетность по МСФО за три года ему пригодится.

Консолидированная выручка ВАО «Интурист» по итогам 2006 года увеличилась в три раза по сравнению с 2005 годом и составила 270 млн долларов. Основными факторами роста выручки, по данным компании, стали рост количества туристов, выручка гостиничных объектов, приобретение туроператора, развитие собственного направления выезда. Показатель EBITDA «Интуриста» по итогам 2006 года увеличился по сравнению с 2005 годом в семь раз и составил 21 млн долларов. Рост EBITDA в компании объясняют более высокой рентабельностью в гостиничном бизнесе и снижением издержек. Комментируя вопрос о долговой нагрузке компании, Александр Арутюнов отметил, что в своих нормативах управления долгом «Интурист» опирается на коэффициенты публичных компаний, и «тот заем, который мы делаем, тоже укладывается в эти коэффициенты. По состоянию на конец 2006 года долговая нагрузка находится ниже уровня 3:1 по коэффициенту DEBT/EBITDA».

Облигации «Интуриста» должны быть интересны инвесторам хотя бы с точки зрения отраслевой диверсификации — на данный момент компаний туристического сектора на рынке облигаций нет. Кроме того, рост российской экономики и доходов населения означает значительный спрос на туристические и гостиничные услуги, что также играет на руку эмитенту. Не последнюю роль в восприятии эмитента будет играть и его принадлежность к АФК «Система». Вероятно, в качестве бенчмарка для оценки компаний туристической индустрии инвесторам следует использовать компании ритейла как наиболее близкого по структуре бизнеса сектора.

Мнение

Станислав Письменный,
главный аналитик
ИФК «РИГрупп Финанс»

Безусловно, «Интурист» является самой узнаваемой и старейшей компанией на рынке туристических услуг (основана в 1929 году). Кроме того, он предлагает полный спектр услуг: прием иностранных туристов, отправка туристов за границу, внутренний туризм и продажа авиабилетов. Но, на мой взгляд, сейчас компания занимает пограничное положение в отрасли. С одной стороны, очевидно понижение показателей компании по нескольким направлениям. Например, в 2005 году, по итогам рейтинга «50 крупнейших туроператоров России» (подготовлено ИД «КоммерсантЪ» и ИА «Туринфо»), «Интурист» снизил свои позиции на две строки по сравнению с 2004 годом, опустившись с пятого на седьмое место. Оборот компании в этот период составил 106.88 млн долларов, что на 5% ниже показателей предыдущего года. Понижение коснулось и показателя роста числа обслуживаемых клиентов. У ВАО «Интурист» по сравнению с 2004 годом этот показатель вырос лишь на 1.49%, в то время как у конкурентов, например, группы компаний TEZ TOUR, количество туристов увеличилось на 35%. С другой стороны, ВАО «Интурист» значительно опережает своих конкурентов по количеству имеющихся офисов — их у него 79 (для сравнения: у компании «Спутник» — 59).

Согласно стратегическим планам компании, «Интурист» развивает собственную розничную сеть под брендом «Интурист Магазин Путешествий» и к концу 2007 г. планирует довести агентскую сеть до 200 магазинов. Сейчас сеть «Интуриста» насчитывает 124 магазина, 97 из которых — собственные, а 27 — франчайзинговые. Помимо прочего, туроператор продолжает скупку активов в надежде довести свою стоимость до 500 млн долл. к предстоящему в этом году IPO. Одним из крупнейших приобретений компании в 2006 г. стала покупка контрольного пакета крупного петербургского туроператора «Ривьера». Участники рынка называют «Ривьеру» логичным приобретением для «Интуриста», создающего отдельное подразделение по выездному туризму.

Данный эмитент выходит на рынок облигаций первым среди компаний туристического бизнеса, и поэтому бенчмарк для данного выпуска отсутствует. Принимая во внимание дебют компании на рынке, неопределенность законодательства и высокие сезонные риски туристического бизнеса, доходность к погашению облигаций должна быть не ниже 13%. Значительно улучшить качество бумаги может оферта либо гарантия со стороны основного акционера — АФК «Система».

Мнение

Алексей Булгаков,

аналитик долгового рынка ИК «АТОН»

Очевидного бенчмарка для определения доходности облигаций «Интуриста» я не вижу. В то же время «Интурист» является дочкой АФК «Система», а принадлежность к большой рейтингованной финансово-промышленной группе, известной на рынке капитала, всегда положительна с точки зрения инвесторов. Одним из основных рисков эмитента мне представляется возможность смены контроля над компанией в случае, если «Система» по какой-либо причине вдруг захочет продать компанию менее сильному собственнику. В соответствии со стратегией развития «Системы», каждая из ее дочек должна быть рано или поздно выведена на рынок акций, но ничего конкретного про вывод на IPO туристического направления своего бизнеса представители «Системы», насколько мне известно, пока не говорили.

В общей корпоративной классификации компании, занимающиеся широким спектром туристических услуг, относятся к «циклическим компаниям потребительского сектора» (люди больше путешествуют, когда экономическая ситуация хорошая, а значит, у них есть деньги). На рынке евробондов зарубежных стран есть несколько эмитентов, которых можно отнести к данному сектору (TUI, Carnival), но объемы их выпусков невелики. Вообще, деятельность просто «туроператора» заемных средств не требует, т. к. такие компании — всегда посредники, работающие по предоплате. Финансовый долг нужен для развития какой-либо инфраструктуры; вероятно, на эти цели занимает и «Интурист».

Возможными инвестиционными направлениями, на которые компания может потратить средства от планируемого выпуска, являются строительство объектов инфраструктуры или развитие авиаперевозок (на момент написания комментария — 15 марта 2007 г. — документация по облигационному выпуску еще не была опубликована). Собственные чартерные авиакомпании присутствуют у многих западных туроператоров, и если «Интурист» захочет развивать данное направление, это будет свидетельствовать о стремлении компании расширить спектр предлагаемых услуг. Следует отметить, что развитие собственных авиаперевозок — очень емкий в плане потребности в финансах вид бизнеса: самолеты стоят дорого, их авиакомпании берут в основном в лизинг (при этом они увеличивают обеспеченный долг), и места для необеспеченного долга в структуре финансирования практически не остается.

Мнение

Олег Судаков,

аналитик Rye, Man & Gor Securities (RMG)

«Интурист» — одна из крупнейших компаний на российском туристическом рынке. Отчасти за счет своего «советского наследия» она является лидером въездного туризма и одним из лидеров выездного. Кроме того, за «Интуристом» стоит мощный конгломерат — АФК «Система». Полагаю, при маркетинге своих облигаций «Интурист» будет использовать принадлежность к АФК «Система» как способ повысить доверие инвесторов к себе.

В планы АФК «Система» (судя по тому, что она вывела на открытый рынок акций других своих «дочек») входят инвестиции немалого объема средств в «Интурист», с целью повысить его капитализацию, а затем вывести компанию на IPO. Цель менеджмента «Интуриста» — построить туристический холдинг полного цикла. Для этого используются собственные гостиницы, наращиваются туроператорские возможности компании (в прошлом году «Интурист» приобрел двух туроператоров — «Ривьеру» и «Скайвэй»), развивается собственная сеть продаж туристических продуктов.

Для этой же цели (создать полноценный туристический холдинг) «Интурист», скорее всего, приобретет авиакомпанию. Появление в структуре бизнеса «Интуриста» собственной авиакомпании выглядит логично, так как сегодня он как туроператор обслуживает большие въездные и выездные турпотоки и работает со сторонними перевозчиками, заказывает у них чартерные рейсы. Собственные авиаперевозки позволят «Интуристу», с одной стороны, снизить риски на контрагентов, а с другой — нарастить финансовые обороты. Возможно, «Интурист» приобретет «полноценного» авиаперевозчика среднего размера с собственным парком, например, выставленную на продажу авиакомпанию «ВИМ АВИА». Однако эта компания продается достаточно дорого, учитывая, что у «ВИМ АВИА» существуют некоторые проблемы, в том числе с парком самолетов. Но «Интурист» может приобрести и авиакомпанию без собственного парка судов, но с лицензией авиаперевозчика, и самостоятельно создать авиапарк, взяв в лизинг необходимое количество бортов. Обладание авиакомпанией будет выгодно «Интуристу» при проведении IPO, поскольку это повысит его выручку и обороты и позволит обеспечить выгодное позиционирование эмитента.

Туристический бизнес быстро растет и неплохо развивается, к тому же он пока не консолидирован. На рынке много мелких компаний — претендентов на поглощение крупными игроками. И лидеры рынка будут, очевидно, консолидировать туристический рынок путем приобретений, как это уже происходит сегодня. «Интурист», например, приобрел несколько компаний (двух туроператоров, одного авиаброкера). Но в тоже время туристический бизнес весьма непрозрачный, с достаточно неочевидными денежными потоками (в основном, конечно, это относится к мелким компаниям), поэтому для инвесторов он не очень понятен.

Мнение

Олег Гордиенко,

начальник отдела организации облигационных займов
ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

В апреле 2007 г. планируется размещение дебютного выпуска облигаций ВАО «Интурист» (1 млрд руб. сроком на 3 года). Райффайзенбанк как организатор данного займа оценивает справедливую доходность бумаги на уровне 9.8–10.3%.

ВАО «Интурист» — старейшая и самая известная туристическая компания России. По итогам 2006 г. она вышла на первое место в рейтинге крупнейших туроператоров России по версии газеты «КоммерсантЪ» и информационного агентства «Туринфо». Ежегодно компания обслуживает более 600 тыс. иностранных и российских туристов и является лидером в сфере въездного туризма России.

Основной акционер «Интуриста» — ОАО «АФК «Система», которое контролирует 65.1% акций ВАО «Интурист». АФК «Система» рейтингована ведущими международными рейтинговыми агентствами. По состоянию на март 2007 г. рейтинг компании по шкале Standard &Poor's — BB-, Moody's – B1, Fitch – B+. Активы компании превышают 18.5 млрд долл.

Стратегия АФК «Система» заключается в выращивании лидеров бизнеса в перспективных сервисных отраслях. Корпорация успешно привлекает инвестиции путем IPO. Первой среди компаний группы в 2000 г. публичное размещение акций провела компания «Мобильные ТелеСистемы» (МТС). В 2005 г. на Лондонской фондовой бирже разместила акции сама АФК «Система», в 2006 г. — «Комстар Объединенные Телесистемы» и «Система-Галс», в начале 2007 г. — «СИТРОНИКС».

В настоящий момент стратегия «Интуриста», разработанная АФК «Система», нацелена на превращение компании в универсального оператора туристического рынка, предоставляющего клиентам полный спектр туристических услуг. В течение 2007 г. ВАО «Интурист» планирует завершить создание вертикально интегрированной структуры, состоящей из головной компании и четырех дочерних предприятий по направлениям «Туроперирование», «Розничные продажи», «Гостиничный бизнес», «Транспортные услуги».

В рамках реализации этой стратегии ВАО «Интурист» осуществило несколько крупных приобретений.

- В апреле 2005 г. ВАО «Интурист» приобрело 40% акций ОАО «ГК «Космос».
- В январе 2006 г. компания приобрела 51% акций авиаброкерской компании «Авиачартер», чартерного подразделения UTE Megapolus Group.
- Тогда же компания приобрела 100% акций гостиницы «Пекин».
- В марте 2006 г. компания приобрела дополнительно 20% акций ОАО «ГК «Космос». После приобретения соответствующих пакетов «Интурист» направлял акционерам ОАО «ГК «Космос» оферты по приобретению принадлежащих им акций и в настоящее время довел свой пакет до 64.12%.
- Летом 2006 г. был приобретен контрольный пакет крупного туроператора «Скайвэй». Эта компания входит в десятку крупнейших операторов по Египту и Болгарии.
- В декабре 2006 г. ВАО «Интурист» приобрело 51% долей туристической компании «Ривьера», одной из крупнейших в Санкт-Петербурге. Компания специализируется на приеме иностранных туристов в Санкт-Петербурге и организации туров в Турцию, Египет, ОАЭ и т.д.

На данный момент формирование трех дивизионов (туроперирование, розничные продажи и гостиничный бизнес) завершено. Направление «Транспортные услуги» будет окончательно сформировано в 2007 г.

Широкомасштабная инвестиционная программа по приобретению активов привела к значительному росту ВАО «Интурист». По итогам 2006 г. активы компании составили порядка 392 млн долл., увеличившись в 4.4 раза по сравнению с 2005 г. При этом основной прирост связан с приобретением в начале года двух гостиничных комплексов — «Пекин» и «Космос». Стоимость основных средств на балансе ВАО «Интурист» на конец 2006 г. составила 165 млн долл., увеличившись за год почти в 15 раз.

Финансирование покупки активов осуществлялось в основном за счет средств акционеров, путем дополнительной эмиссии акций. В результате собственный капитал «Интуриста» за год увеличился в 3.9 раза до 244.5 млн долл.

По итогам 2006 г. консолидированная выручка ВАО «Интурист» по стандартам US GAAP составила 270.2 млн долл. (по предварительным данным), что в 2.8 раза превышает показатель 2005 г. Основными факторами роста выручки стали:

- рост количества туристов на «выездном» направлении на 24%,
- приобретение компаний «Ривьера» и «Скайвэй»,
- рост количества туристов по направлению «въезд» со 130 до 150 тыс. человек,
- консолидация ГК «Космос» и ГК «Пекин».

По итогам 2006 г. на долю ключевого сегмента — «Туроперирование» — пришлось порядка 66% выручки. Выручка этого направления формируется в основном за счет комиссии по агентским договорам на оказание туристических услуг.

За счет консолидации гостиницы «Космос» существенно выросли объемы продаж и прибыли по направлению «Гостиничный бизнес». Его доля в выручке возросла с 2% в 2005 г. до 26% в 2006 г. Это направление стало наиболее рентабельным: его доля в прибыли OIBDA (Operating income before depreciation and amortization) в 2006 г. составила 76%. Совокупная величина OIBDA за 2006 г. превысила 21 млн долл.

Наличие двух основных составляющих туристического бизнеса (туроперирование, включая сети продаж, и гостиничный бизнес, включая управление гостиницами) внутри одного холдинга позволяет «Интуристу» нивелировать риски на отдельных сегментах. Компания контролирует рентабельность через направление клиентских потоков на собственные гостиницы.

Основную часть средств облигационного займа планируется инвестировать в развитие направлений «Розничные продажи» и «Туроперирование». Из облигационного займа будет также профинансировано формирование некоторых турпродуктов в РФ и за рубежом. Часть денег пойдет на рефинансирование существующей задолженности.

Учитывая, что компания находится в активной инвестиционной фазе, мы оцениваем уровень долговой нагрузки «Интуриста» в трехкратном размере в терминах Долг/OIBDA как приемлемый. Мы полагаем, что завершение построения вертикально интегрированной структуры в 2007 г. позволит компании повысить уровень операционной эффективности за счет контроля над всеми звеньями стоимостной цепочки бизнеса (от продажи турпакета в собственном агентстве до продажи авиабилетов, трансферов, экскурсий и гостиничных номеров).

Выпуск облигаций ВАО «Интурист» — дебютный выпуск не только для компании, но и для туристической отрасли в целом. В отсутствие отраслевых аналогов на рынке, мы оцениваем справедливую доходность «Интуриста» при помощи текущих спредов к финансовым инструментам материнской компании и спредов по торгуемым бумагам бизнесов аналогичных размеров из других отраслей. На наш взгляд, спред облигаций «Интуриста» к ОФЗ должен составлять 370–420 б.п., что соответствует доходности 9.8–10.3% годовых.