Анастасия КУТЬИНА,
специалист отдела международных долговых рынков, Cbonds

Как авиаотрасль справляется с последствиями пандемии COVID–19

Этот год станет худшим годом в истории авиакомпаний, чистый убыток отрасли составит около $84.3 млрд. Убытки ожидаются и в 2021 году, хотя и в меньшей степени — на уровне $15.8 млрд. Ожидается, что доходы отрасли в 2020 году сократятся на 50% и составят $419 млрд по сравнению с $838 млрд за 2019 год. Пассажиропоток (в пассажиро-километрах) сократится в этом году на 54.7% по сравнению с 2019 годом и восстановится не ранее 2023 года. Такие оценки привел в комментарии для Cbonds Review Перри Флинт, руководитель отдела корпоративных коммуникаций Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA).

Центр авиации (CAPA) уже 17 марта 2020 года выдал прогноз, в соответствии с которым большинство авиакомпаний мира либо объявят о банкротстве, либо будут находиться в техническом дефолте или по крайней мере нарушат свои обязательства по ковенантам. Пока этот сценарий не реализовался, но одновременно многие авиакомпании временно сократили значительную часть своих авиапарков и объявили о радикальных мерах по сокращению расходов, включая сокращение штата.

Cbonds Review выделил 24 авиакомпании и проанализировал меры, предпринимаемые участниками рынка и государствами в условиях пандемии коронавируса. Компании были выбраны из списка, опубликованного в середине мая текущего года журналом Forbes «THE LIST: 2020 GLOBAL 2000». К крупнейшим по капитализации авиакомпаниям (20 имен) добавлено несколько ключевых региональных компаний для более полного представления отрасли и мер восстановления после пандемии. Это такие компании, как Air Baltic (страны Балтии), Alitalia (Италия), Finnair (Финляндия) и Norweigian Air Shuttle (Норвегия, Швеция, Дания). Ключевые данные по авиакомпаниям представлены в Таблице 1.

Исходя из данных, приведенных в Таблице 1, можно сделать некоторые выводы.

EBITDA

Все авиакомпании из нашей выборки демонстрируют отрицательную динамику показателя выручки до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации. В среднем снижение данного показателя составило 90.41%, что, безусловно, является следствием сокращения мировой полетной активности.

Кроме того, в первом полугодии 2020 года авиакомпании несли большие убытки по топливным хедж-позициям, объем которых значительно превысил фактический объем потребленного сырья. В данном вопросе негативно сыграли два фактора: резкое снижение цен на нефть и такое же резкое приостановление авиаперелетов по всему миру.

DEBT/EBITDA

Показатель долговой нагрузки в среднем по состоянию на конец I квартала текущего года находился на уровне 3.4. В мировой практике принято считать приемлемым уровень соотношения, равный 3. Тем не менее на данный момент большинство авиакомпаний мира привлекают дополнительные источники финансирования — государственную поддержку в виде прямых кредитов, госгарантий или докапитализации, возобновляемых кредитных линий, револьверных кредитов. Ожидается, что уровень долга компаний будет расти.

КОММЕНТАРИЙ

Валентин ЖУРБА, руководитель инвестиционного направления, МКБ private bank

Полное восстановление авиаотрасли произойдет не скоро. Мы продолжаем ставить под сомнение целесообразность инвестирования в авиакомпании со стороны рядовых инвесторов, поскольку существует очень много факторов риска. Во-первых, нужно учитывать, что это циклическая отрасль, а сейчас не начало экономического цикла. Второй важный фактор — у авиасектора довольно жесткая регуляторика и не менее жесткая конкуренция внутри отрасли. Стоимость топлива всегда волатильна, и даже при падающих ценах на нефть неудачный хедж может принести убытки. Также можно не угадать с техническими проблемами конструкции самолетов. И не стоит забывать форс-мажорные ситуации, которые могут возникнуть неожиданно. Как результат — высокая капиталоемкость, низкая маржинальность и выход крупных инвесторов из сектора (за последнее время самый яркий пример — Уоррен Баффет). Я бы сказал, это актив для любителей пощекотать себе нервы. Консенсус-прогноз Bloomberg на 12 месяцев для акций «Аэрофлота» — рост всего на 3.7% даже после существенного падения. Для ряда зарубежных авиакомпаний прогноз заметно выше, но только за счет эффекта низкой базы.

Таблица 1. Ключевые данные по крупнейшим авиакомпаниям

Название авиакомпании	Страна	Market value, $ млрд	Облигации в обращении, $ млрд	EBITDA на конец I кв. 2020, $ млн	EBITDA change I кв. 2020 к IV кв. 2019, %	Debt/EBITDA I кв. 2020	Динамика стоимости акций с начала 2020, %	Рейтинги в ин. валюте текущие (Moody's/S&P/Fitch)	Рейтинги в ин. валюте на начало 2020 (Moody's/S&P/Fitch)
Delta Air Lines	США	16.5	9.3	557	–97.47	1.21	–56.81	–/BB/BB+	–/BBB–/BBB–
Southwest Airlines	США	15.9	8.212	223	–77.66	0.8	–42.51	–/BBB/BBB+	–/BBB+/A–
Air China	Китай	12.5	0.286	–607	Н/Д	2.85	–37.37	–/–/–	–/–/–
Ryanair	Ирландия	12.4	2.878	–83	–126.62	2.24	–29.12	–/BBB/BBB	–/BBB+/BBB+
China Eastern Airlines	Китай	6.8	1.121	–816	Н/Д	6.41	–22.71	–/–/–	–/–/–
China Southern Airlines	Китай	6.4	1.36	–1108	Н/Д	6.03	–25.49	–/–/–	–/–/–
International Airlines Group (Iberia, British Airways, Vueling, Aer Lingus, LEVEL)	Великобритания	5.6	2.658	5185	Н/Д	1.6	–70.1	Ba1/BB/–	Baa3/BBB/–
Japan Airlines	Япония	5.4	–	151	–20.84	0.81	–48.18	–/NR/–	–/NR/–
American Airlines Group	США	5.1	4.797	–681	–146.01	4.04	–60.86	–/B–/B	–/BB–/BB–
Cathay Pacific Airways	Гонконг	4.7	0.425	Н/Д	Н/Д	5.33	–53.93	–/–/–	–/–/–
Deutsche Lufthansa	Германия	4.3	1.175	–603	–148.37	3.4	–39.5	Ba2/BB/–	Ba1/BBB/–
Air Canada	Канада	3.8	2.961	71	–93.44	2.14	–67.34	Ba2/BB–/BB–	Ba1/BB+/BB
Qantas Airways	Австралия	3.7	1.106	Н/Д	Н/Д	2.06	–54.89	Baa2/NR/–	Baa2/NR/–
EasyJet	Великобритания	2.93	1.762	112	–91.05	1.97	–60.77	Baa3/BBB–/–	Baa1/BBB+/–
Latam Airlines	Чили	2.3	2.231	388	–38.02	4	–82.12	Withdrawn/D/D	Ba3/BB–/BB–
Air France–KLM	Франция	2.2	2.939	–114	–112.97	2.89	–60.16	–/–/–	–/–/–
Turkish Airlines	Турция	2.1	0.227	106	–22.4	0.15	–	B3/B/–	B1/B+/–
Korean Air Lines	Республика Корея	1.6	2.374	379	–29.51	7.74	–36.26	–/–/–	–/–/–
Аэрофлот	Россия	1.1	–	196	–38.81	1.48	–15.22	–/–/BB–	–/–/BB
Norwegian Air Shuttle	Норвегия	0.886	0.719	1.63	Н/Д	9.43	–94.27	–/–/–	–/–/–
Finnair	Финляндия	0.735	0.471	–9.609	–200	4.11	–91.96	–/–/–	–/–/–
KLM Royal Dutch Airlines	Нидерланды	0.052	0.456	–125	–112.97	2.89	–	–/–/–	–/–/–
Air Baltic	Латвия	–	0.235	Н/Д	Н/Д	Н/Д	–	–/B/–	–/B/–
Alitalia	Италия	–	0.231	Н/Д	Н/Д	Н/Д	–	–/–/–	–/–/–

Н/Д — нет данных на сайтах компаний и на других источниках, «–» — нет облигаций/акций/рейтингов у компании.

Источники: Cbonds, Forbes «THE LIST: 2020 GLOBAL 2000», отчетность компаний, WSJ Markets, Macrotrends

Таблица 2. Финансовые меры, предпринятые для продолжения функционирования авиакомпаний

Авиакомпания	Поддержка государства	Кредитные линии	Объем выпусков облигаций за первое полугодие 2020, $ млрд	Докапитализация	Конвертации
Delta Air Lines	$5.4 млрд: 3.8 млрд — гранты, 1.6 млрд — необеспеченный кредит сроком на 10 лет со ставкой fix-to-float	$3 мрлд	4.75	–	–
Southwest Airlines	$3.3 млрд	Револьверный кредит на $1 млрд	7.30	–	Выпустили конвертируемые долговые бумаги на $2 млрд со ставкой 1.25% до 2025 г.
Ryanair	–	690 млн евро	–	47.2 млн обыкновенных акций = 581 млн евро	–
China Southern Airlines	–		1.22	почти 609 млн H-акций, почти 453.5 млн A-акций; общее количество акций увеличено до 15.3 млн	–
International Airlines Group	–	Револьверный кредит на 300 млн фунтов; синдицированное финансирование на 750 млн и 260 млн евро	–	–	–
Japan Airlines	–	$1.8 млрд (200 млрд иен)	–	$4.7 млрд	–
American Airlines Group	$5.8 млрд	Рефинансирование срочного кредита на $1.2 млрд от 2014 г. по более низкой процентной ставке, продление срока погашения с 2021 по 2027 г.; револьверные кредиты: $750 млн; $1.6 млрд; $450 млн	4.00	$1.1 млрд	Выпустили конвертируемые долговые бумаги на $1 млрд со ставкой 6.5% до 2025 г.
Cathay Pacific Airways	$5 млрд	–	0.179	$1.5 млрд (11.7 млрд гонконгских долларов)	–
Deutsche Lufthansa	Кредиты на 9 млрд евро: 5.7 млрд евро — в активы под вознаграждение 4% на 2020–2021 гг. с увеличением до 9.5% к 2027 г.	–	–	Около 300 млн евро (2.56 евро за акцию)	–
Air Canada	Государственная поддержка по программе Canada Emergency Wage Subsidy (CEWS) на выплату заработной платы сотрудникам	Револьверные кредиты: $600 млн и $200 млн; бридж-финансирование на $788 млн	1.377	–	Выпустили конвертируемые долговые бумаги на $0.747 млрд со ставкой 4% до 2025 г.
Qantas Airways	$165 млн	–	–	$1.9 млрд	–
EasyJet	600 млн фунтов	Револьверный кредит на 400 млн фунтов; два прямых кредита совокупно на 400 млн фунтов	–	419 млн фунтов	–
Latam Airlines	Банкроство по Главе 11 подразделений в Колумбии, Эквадоре, Чили, Перу; $900 млн от Qatar Airways и $1.3 млрд от Oaktree Capital Management	Револьверный кредит на $505 млн	–	$900 млн от Qatar Airways и $1.3 млрд от Oaktree Capital Management	–
Air France-KLM	Кредит в размере 4 млрд евро	Револьверные кредиты: 550 млн, 550 млн и 665 млн евро	0.887		–
Korean Air Lines	1.2 трлн корейских вон ($971 млн): предоставят 200 млрд корейских вон в виде прямых кредитов, 300 млрд вон — покупкой бессрочных облигаций, 700 млрд вон — покупкой бумаг, обеспеченных активами	–	0.135	1 трлн корейских вон (около $820 млн)	–
«Аэрофлот»	7.89 млрд рублей	Кредиты 4.1 млрд рублей, 2.8 млрд рублей, 400 млн и 435 млн рублей от коммерческих банков	–	80 млрд рублей (1.7 млрд акций), уставный капитал компании увеличится почти в 2.5 раза, до 2 810 616 299 акций	–
Norwegian Air Shuttle	3 млрд норвежских крон	–	–	–	Предлагается конвертировать части конвертируемых облигаций NAS07, NAS08 и конвертируемых долларовых облигаций на сумму $150 млн
Finnair	535.39 млн фунтов в виде банковских и государственных гарантий	Револьверный кредит на 175 млн евро	–	446 млн фунтов	–
KLM Royal Dutch Airlines	1 млрд евро сроком на 5.5 года и 90% гарантию по 5-летней возобновляемой кредитной линии в размере 2.4 млрд евро	–		––	–
Air Baltic	250 млн евро	–	–	250 млн евро	–
Alitalia	РЕНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ	–	–	–	–

Источник: Cbonds

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

Пандемия существенно угрожает кредитному качеству авиакомпаний мира и создает серьезные проблемы для мировой авиационной отрасли в целом.

В марте был снижен рейтинг американской авиакомпании Delta Airlines с BBB- до BB, а в июле добавился прогноз «негативный». В мае текущего года рейтинги трех авиакомпаний из нашего списка понижены до спекулятивного уровня (BB+ или ниже) с инвестиционного уровня (BBB- или выше). Речь идет об International Consolidated Airlines Group S.A. (IAG), British Airways, входящую в IAG, и Deutsche Lufthansa AG. Девяти авиакомпаниям из 13, имеющим рейтинги от рейтинговых агентств «большой тройки», на данный момент присвоен рейтинг спекулятивного уровня. Четырем авиакомпаниям удалось сохранить инвестиционный уровень: Qantas Airways, EasyJet, Southwest Airlines и Ryanair. Сохраняется большая вероятность для дальнейшего понижения рейтингов.

Что касается крупнейшего российского авиаперевозчика — «Аэрофлота», то 17 апреля 2020 года Fitch Ratings понизило международный рейтинг в иностранной валюте и в национальной валюте с BB до BB-, оставив прогноз «негативный».

МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ ОТРАСЛИ

Пакеты мер, направленных на поддержание авикомпаний на плаву, в целом схожи. Они включают в себя следующие мероприятия:

- государственная поддержка в виде субсидий / кредитных гарантий / увеличения доли государства в уставных капиталах компаний, в крайних случаях национализация компании;
- сокращение рабочей силы и/или неоплачиваемые отпуска сотрудникам, сокращение расходов на оплату труда, замораживание дивидендов, отсутствие премий;
- снижение мощностей флота, ускоренное списание из эксплуатации некоторых самолетов, отсрочка технического обслуживания воздушных судов;
- пролонгирование действующих коммерческих кредитов;
- снижение налоговой нагрузки: снижение ставок / возможность переносить налоговые убытки на больший срок / налоговые каникулы.

На все авиакомпании мира негативно влияет фактор неопределенности из-за возможности второй волны коронавируса. Частичное открытие границ между европейскими государствами, возобновление полетов над Атлантикой, достигнутые договоренности между странами (в том числе, например, Россия и Турция), призваны частично восстановить мощности и выручку авиакомпаний, а также вновь запустить работу не только сотрудников авиакомпаний, но и рабочей силы инфраструктурных объектов и предприятий-производителей. Ожидается, что при беспрерывном функционировании авиакомпаний и постепенном росте спроса в отсутствие второй волны COVID-19 к 2023 году авиаотрасль сможет вернуться к финансовым показателям уровня 2019 года, однако рынок переформируется из-за большого количества банкротств и национализаций одних авиакомпаний и предоставленных государственной и акционерной поддержек другим.

КОММЕНТАРИЙ

Александр БАРТЕНЕВ, старший персональный брокер по международным рынкам, БКС Брокер

Акции американских авиакомпаний еще не восстановились до уровней начала года. Основные показатели, за которыми следят инвесторы, — рост числа авиабронирований, восстановление спроса на авиаперелеты. За вчера (19 июля 2020 года. — *Ред.*) в США было зарегистрировано 747 тыс. пассажиров, годом ранее — 2727 тыс. В процентах текущая загрузка составила 27% от аналогичного периода в прошлом году. В июне этот показатель был на уровне 21%, в мае — 9.3%. Позитивная динамика связана с уменьшением ограничений и запретов на полеты. Мы ожидаем восстановление спроса до 50–60% к концу года. Благодаря закону Cares индустрия авиаперевозок в США получила $50 млрд, что снижает краткосрочный кредитный риск и риск низкой ликвидности. В случае увеличения перелетов над Атлантикой и Тихим океаном спрос 50% может быть достигнут уже в сентябре. Текущая цена акций еще не отражает выросший уровень перелетов, на наш взгляд, котировки получат поддержку ближе к концу III квартала, когда инвесторы и аналитические дома смогут спрогнозировать уровень загрузки и составить ожидания по выручке. При этом котировки могут начать расти раньше, поскольку в акциях авиакомпаний большой уровень позиций на понижение, мы ждем принудительное закрытие этих «коротких» позиций и череду торговых сессий, когда акции авиакомпании будут расти больше чем на 10% за сессию.

Текущие цены могут быть привлекательны для среднесрочных и долгосрочных инвесторов. На наш взгляд, авиаотрасль подойдет не для каждого инвестора из-за повышенной волатильности акций, но те, кто покупает акции на текущих уровнях, могут заработать 30–40% менее чем за год. Основной риск, который пока еще отражается в текущих котировках, — возобновление ограничений на полеты из-за ожидания второй волны коронавируса.

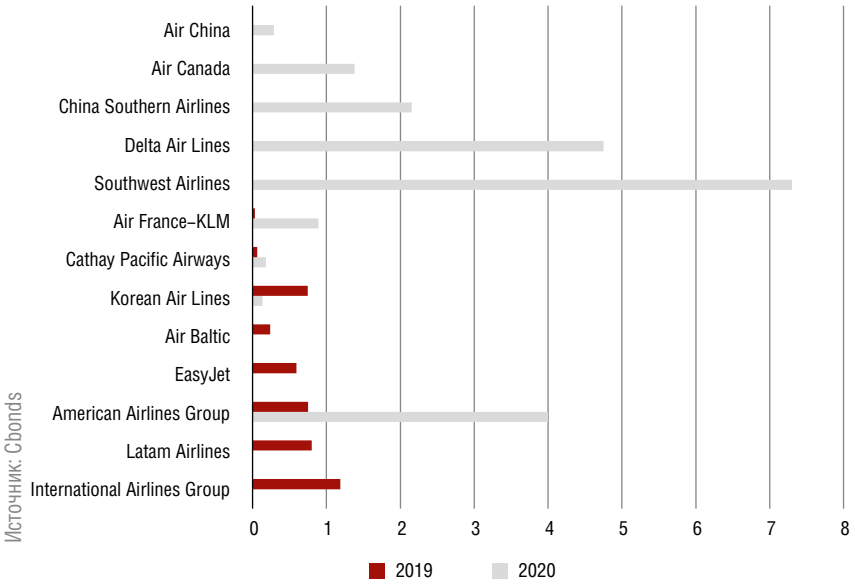

Рисунок 1
Сопоставление объемов выпусков облигаций за январь — июль 2019 и 2020 годов, $ млрд

Общий объем выпусков облигаций по отобранным авиакомпаниям за первые 7 месяцев 2020 года вырос на 79% относительно аналогичного периода 2019 года. Изменилась структура эмитентов: за первые 7 месяцев 2019 года больше всего долговых бумаг выпустила британская International Aitlines Group, а за 7 месяцев 2020 года — американская компания Southwest Airlines. В 2019 году преобладали эмиссии, номинированные в евро (47%), в 2020 году — в долларах США (78%).

По облигациям в обращении на данный момент большую долю рынка занимают авиакомпании США с совокупной долей 48%, вторые на облигационном рынке — авиакомпании Великобритании и Ирландии с общей долей 15.1%, третье место — у французской компании Air France-KLM с долей 6.1%, что чуть больше доли компаний Китая (6.05%).

На Рисунке 2 можно заметить, что котировки акций всех авиакомпаний начали резкое падение в последнюю неделю февраля текущего года, когда по всему миру начали вводиться карантинные ограничения. На последних неделях мая был период некоторого восстановления, который, по всей видимости, был вызван ожиданиями, связанными с возможным открытием границ. До 12 июня наблюдался локальный пик, после объявлений стран ЕС, США и России о том, что большая часть рейсов все еще остается под запретом, стоимость акций снова начала падать. Можно заметить также, что динамика курса акций полностью коррелирует с динамикой количества ежедневных авиарейсов (красная линия на графике). «Аэрофлот» продемонстрировал одно из лучших восстановлений стоимости акций после объявлений о начале международных полетов. Компания имеет сильную государственную поддержку и особые условия на предоставление субсидий. Акции крупнейшего российского авиаперевозчика несколько упали в цене после объявления о дополнительной эмиссии в конце июля, когда правительство одобрило докапитализацию при условии сохранения доли государства 51.17%.

В целом на данный момент на графике акций можно наблюдать период некоторой стагнации; рынок находится в ожидании либо полного открытия границ, либо возможной второй волны COVID-19. Finnair демонстрирует резкое падение после объявления в начале июня о привлечении дополнительного акционерного финансирования на сумму, приближенную к сумме капитализации компании на тот момент. Предложение Finnair является полностью андеррайтинговым и приведет к увеличению общего количества акций с 128.1 млн до 1.4 млрд. Norweigian Air Shuttle показала самый значительный спад в стоимости акций: компания подала на банкротство пяти своих подразделений, конвертировала некоторые облигации в акционерный капитал. У Air Canada, Air France-KLM, International Airlines Group и Southwest Airlines также есть конвертируемые облигации, но данные компании за первое полугодие текущего года не прибегали к конвертации в акционерный капитал в качестве антикризисных мер.
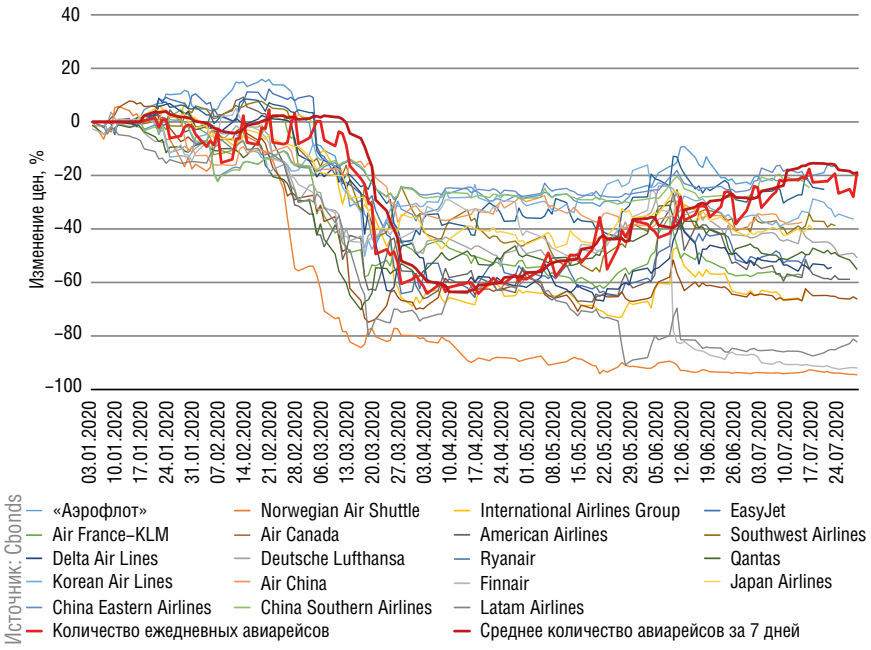
Рисунок 2
Динамика стоимости акций авиакомпаний с начала 2020 года