

Облигации ООО «ВИМ-АВИА»: летайте с комфортом

Основные финансовые показатели консолидированной отчетности ООО «ВИМ – АВИА» в соответствии с МСФО

РЕЗЮМЕ

	2005	1 пол. 2006
Выручка (млн руб.)	5 816	2 436
Операционная прибыль (млн руб.)	742	1 018
Чистая прибыль (млн руб.)	-155	319
Активы (млн руб.)	5 306	9 358
Собственный капитал (млн руб.)	386	704
Рентабельность по операционной прибыли, %	12,8	41,8
Рентабельность чистой прибыли, %	-	13,1
Рентабельность активов, %	14	10,9
Финансовый долг/выручка	0,23	0,49
Финансовый долг/ активы	0,25	0,26
Финансовый долг/операционная прибыль	1,8	1,18
Проценты к уплате/операционная прибыль	0,08	0,12

Источник: АКБ «СОЮЗ» по данным эмитента.

Гос. регистр. номер	4-01-36168-R
Эмитент	ООО "ВИМ-АВИА"
Поручитель	ЗАО "Авиакомпания "Русское небо"
Объем выпуска	2 млрд. руб.
Организаторы	АКБ "СОЮЗ" (ОАО), Банк "Российский кредит"
Дата размещения	Декабрь 2006 г.
Срок обращения	1 820 дней
Способ размещения	Открытая подписка
Оферта	1 год
Купонный период	91 дня
Ставка купонного дохода	1 купон определяется на конкурсе; 2, 3,4 купон равен 1 купону; 5-20 купон определяет эмитент.

В декабре 2006 года состоится размещение дебютного пятилетнего облигационного займа ООО «ВИМ-АВИА». Объем выпуска составит 2 млрд. руб. По выпуску эмитент выставляет годовую оферту.

ООО «ВИМ-АВИА» является безусловным лидером в сегменте чартерных авиаперевозок.

На сегодняшний день мы выделяем следующие позитивные факторы развития компании:

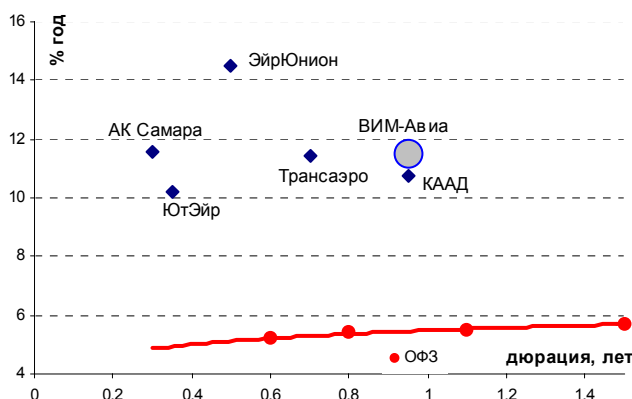
- Высокая эффективность и экологичность авиапарка компании.
- Прочные позиции в ключевом для компании сегменте чартерных авиаперевозок.
- Диверсификация деятельности в сторону регулярных авиаперевозок.
- Наличие аудированной отчетности, составленной в соответствии с МСФО.

В тоже время отмечаем ряд недостатков:

- Большая часть авиапарка Boeing-757-200 на данный момент находится в лизинге.
- Умеренные показатели ликвидности.

Позиционирование займа

Позиционирование облигационного займа



- Мы оцениваем кредитный риск «ВИМ-АВИА» на уровне «Трансаэро» и несколько выше, чем у «ЮТэйр».
- По нашим оценкам, справедливая доходность выпуска «ВИМ-АВИА» к годовой оферте составляет 11,6-11,8% годовых
- По выпуску «ВИМ-Авиа» при размещении инвесторам может быть предоставлена премия к справедливому уровню до 100 б.п.

Общая характеристика эмитента по облигационному займу

- **ООО “ВИМ-АВИА”** – крупнейший российский оператор экономичной авиационной техники западного производства, парк самолетов которого насчитывает 16 единиц (по состоянию на 01 октября 2006 г.). Эффективная эксплуатация самолетов позволяет “ВИМ-АВИА” входить в тройку лидеров среди российских авиакомпаний по количеству перевезенных на международных линиях пассажиров по итогам 2005 года.
- Согласно отчетности по МСФО за 1 полугодие 2006 года операционная прибыль ООО “ВИМ-АВИА” составила более 1 млрд. рублей, а чистая прибыль – 319 млн. рублей, что свидетельствует о высокой эффективности деятельности компании.
- По итогам 2005 года ООО “ВИМ-АВИА” и поручитель по займу ЗАО “Авиакомпания “Русское Небо” заняли соответственно второе и третье место в номинации “Авиакомпания года – пассажирский перевозчик на международных воздушных линиях” национальной премии “Крылья России”.
- ООО “ВИМ-АВИА” придерживается политики максимальной информационной открытости. В соответствии с этой политикой авиакомпания подготовила, провела аудит и опубликовала отчетность по МСФО за 1 полугодие 2006 года. Менеджмент авиакомпании намерен и в дальнейшем готовить отчетность по международным стандартам и привлекать для аудита авторитетные международные аудиторские компании.
- Структура собственности ООО “ВИМ-АВИА” высоконцентрирована. Собственниками компании являются г-жа Мурсекаева С. А. и г-н Мурсекаев Р. М., которым принадлежит по 99% и 1% долей уставного капитала соответственно.
- Долговая нагрузка ООО “ВИМ-АВИА” умеренна. Платный долг равен 2,4 млрд. руб. Отношение финансового долга к выручке составляет 0,49. Отношение финансового долга к операционной прибыли – 1,2. ООО “ВИМ-АВИА” имеет репутацию надежного заемщика, своевременно выполняя свои долговые обязательства, включая погашение банковских кредитов, векселей, уплату процентов по обязательствам.

Таблица 1. SWOT – матрица ООО "ВИМ – АВИА".

Преимущества	Возможности
<p>ООО "ВИМ – АВИА" является безусловным лидером в сегменте чартерных авиаперевозок. Прочные позиции в сегменте чартеров являются базой для экспансии на рынок регулярных авиаперевозок.</p>	<p>Расширение масштабов регулярных авиаперевозок за счет открытия рейсов из Москвы в Иркутск, Омск, Екатеринбург, Хабаровск, Нижневартовск, Тюмень и другие крупные города страны.</p>
<p>ООО "ВИМ – АВИА" располагает самым молодым парком воздушных судов иностранного производства. Основу авиапарка компании составляют 16 Boeing-757-200. Данный тип воздушных судов отвечает высоким техническим требованиям и международным стандартам безопасности и может выполнять беспосадочные полеты на расстояние до 6800 км. Средний возраст самолетов составляет 12 лет, что означает возможность их эксплуатации еще в течении 10 лет как минимум.</p>	<p>Оптимизация управления пассажирскими перевозками за счет внедрения пакета интегрированных решений SITA, включающего систему бронирования и продажи авиабилетов, систему расчета тарифов, систему автоматизированной билеопечати и хостовую систему управления регистрацией и отправкой пассажиров.</p>
<p>Парк воздушных судов компании в состоянии обеспечить существенно более высокую эффективность и экологичность перевозок по сравнению с самолетами российского производства, используемых на аналогичных маршрутах. Кроме того однородный парк воздушных судов позволяет снизить затраты на техническое обслуживание и повысить регулярность вылетов, сохраняя при этом высокие стандарты безопасности.</p>	<p>Минимизация рисков при выходе на новые рынки присутствия за счет взаимовыгодного сотрудничества с другими авиакомпаниями. В данный момент активно развивается сотрудничество с авиакомпанией "Сибирь".</p>
<p>Позитивная динамика финансовых показателей.</p>	<p>Увеличение масштабов бизнеса за счет приобретения региональных авиаперевозчиков.</p>
Недостатки	Угрозы
<p>Большая часть авиапарка Boeing-757-200 на данный момент находится в лизинге.</p>	<p>Достаточно жесткое государственное и внутриотраслевое регулирование авиационной отрасли накладывает существенные ограничения на деятельность авиакомпаний. Деятельность авиакомпаний регулируется как национальным законодательством, так и международными соглашениями.</p>
<p>Недостаточная, на данный момент, диверсификация деятельности в сторону регулярных авиаперевозок</p>	<p>Сезонность спроса на авиаперевозки предопределяет повышение издержек на содержание парка воздушных судов во время "низкого" сезона и неравномерность генерации авиакомпаниями денежных потоков в течение года.</p>
<p>Невысокие показатели ликвидности.</p>	<p>Авиаперевозчики традиционно испытывают нехватку оборотных средств, а расширение деятельности осуществляется преимущественно за счет заемных средств. Общее повышение ставок по долговому финансированию может привести к увеличению расходов по обслуживанию обязательств и снижению финансовых показателей авиакомпаний.</p>

Источник: АКБ «СОЮЗ»

История развития компании

ООО "ВИМ-АВИА" получила свидетельство эксплуатанта на право осуществления грузовых и пассажирских авиаперевозок 27 ноября 2003 года.

В самом начале своей деятельности авиакомпания осуществляла грузопассажирские перевозки в основном на азиатском направлении (Вьетнам, Китай, Тайланд).

В 2004 году менеджмент ООО "ВИМ-АВИА" разработал и приступил к реализации масштабной целевой программы по полной замене эксплуатировавшихся ранее компанией воздушных судов отечественного производства, а также по расширению самого авиапарка. В рамках реализации программы у дочерней компании "Lufthansa" – "Condor", специализирующейся на чартерных перевозках, были закуплены и ввезены 12 самолетов Boeing 757-200. Данный тип воздушных судов отвечает высоким техническим требованиям и международным стандартам безопасности и может выполнять беспосадочные полеты на расстояние до 6 800 км. Все 12 воздушных судов были ввезены в таможенном режиме "импорт" или "свободный выпуск" с полной уплатой таможенных платежей и полной таможенной очисткой. Все самолеты внесены в российский реестр воздушных судов, что является практически единственным случаем в российской практике эксплуатации воздушных судов иностранного производства.

Средний возраст ввезенных самолетов составлял 12 лет, что означало возможность активной эксплуатации еще в течение 10 лет как минимум. Таким образом, компания приобрела и продолжает использовать самый молодой авиапарк воздушных судов иностранного производства.

Ввоз самолетов осуществили российские лизинговые компании, среди которых "Меридиан-Лизинг", "Аврора Лизинг", "Сибирь Лизинг" и "Авангард-Лизинг", а финансирование лизинговой сделки провели российские коммерческие банки. Авиакомпания "ВИМ-АВИА" эксплуатирует воздушные суда на основании договоров финансового лизинга сроками от 3 до 6 лет.

Эксплуатация современного авиапарка Boeing-757-200 позволило "ВИМ-АВИА" занять лидирующие позиции на всех массовых чартерных туристических направлениях – Египет, Тунис, Турция, существенно потеснив другие авиакомпании, традиционно летающие на отечественных самолетах. Помимо этого, "ВИМ-АВИА" начала осуществлять рейсы на популярных туристических направлениях в Западную Европу, в первую очередь, в Италию и Испанию, куда чартерные рейсы, например на российских воздушных судах типа Ил-86, просто не могут осуществляться в силу существующих ограничений по экологичности (шумности).

На сегодняшний день авиакомпания "ВИМ-АВИА" эксплуатирует уже 16 Boeing-757-200 и является одной из крупнейших авиакомпаний России и СНГ по количеству топливозономичных иностранных самолётов в своём парке.

Основными направлениями работы авиакомпании "ВИМ-АВИА" являются регулярные и нерегулярные пассажирские перевозки. "ВИМ-АВИА" входит в число шести ведущих российских авиаперевозчиков и в тройку крупнейших авиакомпаний, работающих на международных линиях по итогам 2005 года. Ежегодно более 1 млн. пассажиров выбирают "ВИМ-АВИА", отдавая предпочтение высокому уровню безопасности полетов, качеству предоставляемых услуг, удобной маршрутной сети и расписанию, гибкой системе тарифов.

Таблица 1. География полетов авиакомпании "ВИМ-АВИА"

Чартерные перевозки		Регулярные перевозки
Анталия	Маскат	Сочи
Хургада	Милан	Чита
Шарм Эль Шейх	Монастир	Братск
Барселона,	Мюнхен	Уфа
Бодрум	Оулу	Тюмень
Бомбей	Палермо	Сургут
Бургас	Пальма де Майорка	Екатеринбург
Варна	Пардубица	
Верона	Пекин	
Генуя	Палермо	
Гоа	Пула	
Гренобль	Римини	
Даламан	Рованиemi	
Дубай	Родес	
Зальцбург	Родос	
Измир	Сочи	
Инсбрук	Сплит	
Ираклион	Стамбул	
Катанья	Таллинн	
Киттиля	Тенерифе	
Краков	Триеста	
Ларнака	Форли	
Лиссабон	Хургада	
Малага	Эрзурум	
Марса Аллам		

Источник: авиакомпания "ВИМ-АВИА"

При осуществлении чартерных перевозок ВИМ-АВИА активно сотрудничает с ведущими туроператорами российского рынка, среди которых "Мостревел", "Пегас Туристик", "GTI Travel Russia", "UTE Megapolis Group", "Нева", "Спасские Ворота Тур", "Intourist", "Ascent", "PAK Group", "Ancodes", "Capital Tour", "BiblioGlobus" и другие.

Что касается внутривоссийского рынка, то в дополнение к указанным направлениям ВИМ-АВИА имеет лицензии на выполнение регулярных рейсов по следующим маршрутам: Братск - Южно-Сахалинск, Иркутск - Благовещенск, Иркутск - Сочи, Сочи - Чита, Москва - Благовещенск, Москва - Гюмри, Москва - Иркутск, Москва - Магадан, Москва - Новосибирск - Чита, Чита - Владивосток, Чита - Москва, Чита - Новосибирск, Чита - Пекин, Чита - Южно-Сахалинск, Якутск - Южно-Сахалинск.

На сегодняшний день авиакомпания "ВИМ-АВИА" эксплуатирует 16 самолетов Boeing-757-200, позволяющих совершать полеты практически по всей территории России, а также в любые европейские страны без ограничений.

Таблица 2. Авиапарк "ВИМ-АВИА" и "АК "Русское небо" на 01.06.06

Тип	Общее количество	В т.ч. арендованных
Boeing-757-200	16	14
Ту-154М	1	1
Ил-76	4	4
Итого:	21	19

Источник: авиакомпания "ВИМ-АВИА"

Все воздушные суда авиакомпании, в том числе российского производства, оснащены системой предотвращения столкновений в воздухе TCAS и другой современной навигационной аппаратурой (BRNAV, GNSS, GPS), обеспечивающей выполнение самых жестких международных требований по навигации и самолетовождению. Внедрены и активно используются эксклюзивные системы анализа полетной информации "Карат", "Зеркало", "Разбор", разработанные и внедренные специалистами компании.

Таблица 3. Основные операционные показатели "ВИМ-АВИА"

Показатель	2004	2005	Рост, %
Перевезено пассажиров, чел.	246 978	1 589 629	643,6
Перевезено грузов и почты, тонн	11 007	1 159	10,5
Производственный налет, часов	10 480	32 970	314,6

Источник: авиакомпания "ВИМ-АВИА"

Рост основных производственных показателей является результатом, прежде всего, расширения и модернизации авиационного парка Авиакомпании. Также непосредственной причиной роста производственных показателей стало расширение и оптимизация маршрутной сети. Оптимизация маршрутной сети связана с увеличением количества европейских направлений, где у компании мало конкурентов или они отсутствуют вообще, и сокращением количества рейсов в аэропорты Турции и Египта, рентабельность которых существенно ниже.

Таблица 4. Основные показатели эффективности деятельности "ВИМ-АВИА"

Показатель	2004 г.	2005 г.	Изм., п.п.
Процент занятости пассажирских кресел, %	71,7	82,3	10,6
Процент использования комм. загрузки, %	52,8	68,3	15,5
Среднее количество пассажиров на рейсе, %	93,5	178,5	85

Источник: авиакомпания "ВИМ-АВИА"

Показатели эффективности деятельности также увеличились. Существенно вырос процент занятости пассажирских кресел, достигнув уровня лучших европейских и американских авиаперевозчиков. Также выросло среднее количество пассажиров на рейсе, что обусловлено не столько увеличением размерности воздушных судов (Ил-62 и Boeing-757 сопоставимы по вместительности), сколько увеличением эффективности использования самолетов.

Анализ финансового состояния ООО «ВИМ – АВИА» проводился на основании аудированной отчетности за 2005 г. и 1 полугодие 2006 г., составленной в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности. Аудит отчетности был проведен компанией «Бейкер Тилли Русаудит».

Финансовые результаты

По итогам 1 полугодия 2006 года объем выручки компании составил более 2,4 млрд. руб., что примерно соответствует объему выручки за аналогичный период 2005 года. Операционная прибыль компании по сравнению с 2005 годом увеличилась на 216% и достигла 1 млрд. руб. На конец 1 полугодия 2006 г. чистая прибыль компании составила 319 млн. руб., тогда как на конец 1 полугодия 2005 года компания показала убытки.

Динамика показателей рентабельности демонстрирует рост эффективности деятельности компании: рентабельность по чистой прибыли составила 13,1%, а операционная рентабельность увеличилась по сравнению с 2005 г. 28,8 процентных пункта – до 41,8%.

Таблица 5. Финансовые результаты деятельности "ВИМ–АВИА"

Показатели	1 пол. 2005	1 пол. 2006
Выручка (млн. руб.)	2 481	2 436
Валовая прибыль (млн. руб.)	522	381
Операционная прибыль (млн. руб.)	322	1 018
Чистый убыток/(прибыль) (млн. руб.)	-103	319
Валовая рентабельность, %	21	15,6
Операционная рентабельность, %	13	41,8
Рентабельность по чистой прибыли, %	-	13,1

Источник: расчеты АКБ "Союз" по данным "ВИМ-АВИА"

Ликвидность

Показатели ликвидности компании «ВИМ–АВИА» демонстрируют положительную динамику. По состоянию на конец 1 полугодия 2006 г. основные источники формирования оборотных средств компании увеличились по сравнению с началом года на 118% и достигли 2,9 млрд. руб. Значение коэффициента текущей ликвидности улучшилось с 0,41 до 0,52, а значение коэффициента абсолютной ликвидности осталось стабильным – на уровне 0,02.

Таблица 6. Показатели ликвидности "ВИМ–АВИА"

Показатели	2005	1 пол. 2006
ОИФ [основные источники формирования] (млн. руб.)	1 321	2 884
Коэффициент текущей ликвидности	0,41	0,52
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,02	0,02

Источник: расчеты АКБ "Союз" по данным "ВИМ-АВИА"

Долговая нагрузка

Долговая нагрузка компании "ВИМ-АВИА" умеренна. На конец 1 полугодия 2006 г. величина финансового долга составила 2,4 млрд. руб.

Отношение финансового долга к выручке ухудшилось по сравнению с началом года (0,49 против 0,23), однако находится на приемлемом уровне. Отношение финансового долга к операционной прибыли, наоборот, улучшилось с 1,8 на начало года до 1,2 по итогам первого полугодия. Несмотря на то, что уровень процентных платежей в сумме операционной прибыли немного вырос по сравнению с началом года (0,12 против 0,08), этот показатель остается на достаточно низком уровне.

Таблица 6. Показатели долговой нагрузки "ВИМ-АВИА"

Показатели	2005	1 пол. 2006
Финансовый долг (млн. руб.), в том числе:	1 350	2 393
краткосрочный долг (млн. руб.)	1 075	2 202
долгосрочный долг (млн. руб.)	275	191
Финансовый долг/выручка	0,23	0,49
Финансовый долг/активы	0,25	0,26
Финансовый долг/операционная прибыль	1,8	1,18
Проценты к уплате/операционная прибыль	0,08	0,12

Источник: расчеты АКБ "Союз" по данным "ВИМ-АВИА"

Таблица 7. Основные финансовые показатели “ВИМ–АВИА”

Финансовые показатели	2005	1 пол. 2006
Выручка (млн. руб.)	5 816	2 436
Валовая прибыль (млн. руб.)	1 111	381
Операционная прибыль (млн. руб.)	742	1 018
Чистый убыток/(прибыль) (млн. руб.)	-155	319
Активы (млн. руб.)	5 306	9 358
Собственный капитал (млн. руб.)	386	704
Коэффициент автономии (независимости)	0,07	0,08
Показатели ликвидности		
ОИФ [основные источники формирования] (млн. руб.)	1 321	2 884
Коэффициент текущей ликвидности	0,41	0,52
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,02	0,02
Показатели рентабельности		
Валовая рентабельность, %	19,1	15,6
Операционная рентабельность, %	12,8	41,8
Рентабельность по чистой прибыли, %	-	13,1
Рентабельность активов, %	14	10,9
Показатели деловой активности		
Оборачиваемость активов (дней)	332	702
Оборачиваемость запасов (дней)	8	9
Оборачиваемость оборотного капитала (дней)	83	216
Оборачиваемость дебиторской задолженности (дней)	71	201
Оборачиваемость кредиторской задолженности (дней)	57	98
Показатели долговой нагрузки		
Финансовый долг (млн. руб.), в том числе:	1 350	2 393
краткосрочный долг (млн. руб.)	275	2 202
долгосрочный долг (млн. руб.)	1 075	191
Финансовый долг/выручка	0,23	0,49
Финансовый долг/активы	0,25	0,26
Финансовый долг/операционная прибыль	1,8	1,18
Проценты к уплате/операционная прибыль	0,08	0,12

Позиционирование на рынке

В декабре 2006 года состоится размещение дебютного пятилетнего облигационного займа авиакомпании «ВИМ-АВИА». Объем выпуска составит 2 млрд. руб. По выпуску эмитент выставляет годовую оферту.

В настоящий момент на долговом рынке обращается займы 4 авиакомпаний: «ЮТэйр», «Трансаэро», «СамараАвиа» и «ЭйрЮнион». Последние два эмитента образуют отдельную группу, в силу ряда причин. «СамараАвиа» - компания с существенно более низким масштабом деятельности и как следствие имеющая небольшой объем выпуска, что сказывается на его ликвидности и соответственно доходности. У компании «ЭйрЮнион» свои особенности - летом 2006 года компания ввязалась в судебные тяжбы по поводу правомочности предоставленного по займу поручительства со стороны «КрасЭйр», этот риск отражается в высоком уровне доходности выпуска.

В связи с чем, позиционирование займа «ВИМ-АВИА» будем проводить в сравнении с двумя компаниями: «ЮТэйр» и «Трансаэро».

ВИМ-Авиа vs. ЮТэйр

Авиакомпания «ЮТэйр» крупней «ВИМ-АВИА», при этом профиль деятельности компаний существенно отличается. Так, «ЮТэйр» специализируется на внутренних регулярных рейсах, в то время как «ВИМ-АВИА» – на международных чартерных рейсах. Также отметим большую диверсификацию деятельности (доходов) «ЮТэйр», помимо авиаперевозок она оказывает услуги по вертолетным работам (30% доходов) – более рентабельные и низкоконкурентные услуги. В связи с ориентированностью на внутренние перевозки, парк «ЮТэйр» состоится в большинстве своем из отечественных самолетов, которые находятся в собственности (84 на начало 2006 года), в то время как у «ВИМ-АВИА» в наличие самолеты Боинг 757 в количестве 16 судов, из которых в лизинге находятся 14, и 5 самолетов российского производства. Эти авиалайнеры имеют преимущества по сравнению с российскими аналогами, что позволяет компании осуществлять полеты в Европу (ограничения по уровню шума), а также снизить затраты на топливо, что в условиях высоких цен на нефть является конкурентным преимуществом. Отметим, что в России «ВИМ-АВИА» обладает самым молодым парком самолетов такого класса. Оба эмитента публикуют свою бухгалтерскую отчетность по МСФО.

Основные плюсы и минусы ВИМ-Авиа против ЮТэйр

Плюсы	Минусы
Качество самолетного парка	Масштаб деятельности
Более перспективные направления, в том числе Европа	Диверсификация деятельности
Лучшие показатели рентабельности и долговой нагрузки	Самолеты большей частью не в собственности
	Меньшая доля рынка

В результате анализа, мы пришли к выводу, что по показателям операционной деятельности компания «ЮТэйр» превосходит «ВИМ-АВИА», в тоже время по ряду финансовых коэффициентов «ВИМ-АВИА» выглядит лучше «ЮТэйр», в частности по рентабельности и долговой нагрузке. Справедливости ради отметим, что у «ВИМ-АВИА» в финансовый долг не включаются лизинговые платежи. В итоге, мы считаем, что кредитное качество «ВИМ-АВИА» несколько уступает «ЮТэйр».

ВИМ-Авиа vs. Трансаэро

Данные компании лучше подходят для сравнения в силу профиля деятельности. Оба авиаперевозчика специализируются на международных перевозках с акцентом на чартер. Но опять же, масштаб бизнеса «Трансаэро» превосходит «ВИМ-АВИА». Обе компании имеют парк, состоящий преимущественно из авиалайнеров Боинг. Общее количество самолетов (включая российского производства) - у «ВИМ-АВИА» 21, у «Трансаэро» - 23. Из сильных сторон «Трансаэро» отметим наличие дальнемагистральных лайнеров, что выделяет ее среди сравниваемых компаний, позволяя существенно расширить географию полетов. По количеству перевезенных пассажиров обе компании занимают одинаковую долю рынка 4.7% (по 2005 году).

Аналитический обзор, 27 ноября 2006 г.

С точки зрения финансовых показателей сравнивать эти компании затруднительно, так как «Трансаэро» в отличие от «ВИМ-АВИА» не публикует аудированной отчетности по международным стандартам, что уже является минусом для кредитного качества «Трансаэро».

В результате, учитывая отсутствие отчетности по МСФО, мы считаем, что кредитный риск «ВИМ-АВИА», как минимум не хуже чем у «Трансаэро». Поэтому, на наш взгляд, облигации этих компаний при прочих равных условиях должны торговаться на одном уровне.

Основные плюсы и минусы ВИМ-АВИА в сравнении с Трансаэро

Плюсы	Минусы
Качество самолетного парка	Масштаб деятельности
Аудированная отчетность по МСФО	Дальность и география полетов
Хорошие финансовые показатели	

Как видно из графика наши оценки подтверждаются рынком, доходность выпуска облигаций «ЮТэйр» при дюрации 0.35 года составляет 10.2% годовых, заем «Трансаэро» торгуется на уровне 11.4% годовых (дюрация 0.7 года). **На основе этих данных мы оцениваем справедливую доходность выпуска к годовой оферте «ВИМ-АВИА» в размере 11.6-11.8% годовых.**

Учитывая «напряженный» планируемый график аукционов в декабре, эмитенты предоставляют повышенные премии к рынку, что делает привлекательным участие на аукционах в этот период. По выпуску «ВИМ-Авиа» при размещении инвесторам может быть предоставлена премия к справедливому уровню до 100 б.п.

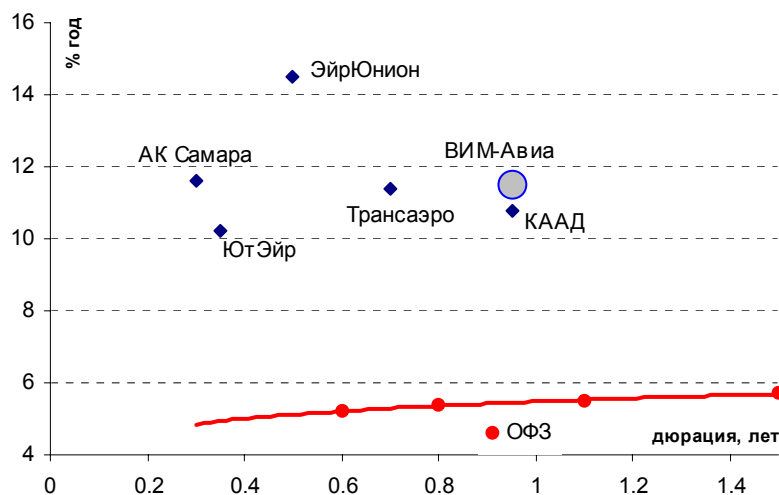


Таблица 8. Сравнение финансовых показателей авиакомпаний

Основные финансовые показатели	2005		
	Трансаэро*	ЮТэйр**	ВИМ – Авиа**
Выручка (млн руб.)	9888	11139	5816
Операционная прибыль (млн руб.)	301	782	742
Чистая прибыль (млн руб.)	180	400	-155
Активы (млн руб.)	4465	8403	5306
Собственный капитал (млн руб.)	-1142	1640	386
Коэффициент автономии (независимости)	0	0	0,07
Показатели ликвидности	Трансаэро	ЮТэйр	ВИМ - Авиа
Коэффициент текущей ликвидности	1,10	0,52	0,41
Коэффициент "критической оценки"	1,01	0,38	0,37
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,10	0,04	0,02
Показатели рентабельности	Трансаэро	ЮТэйр	ВИМ - Авиа
Операционная рентабельность, %	3,04	6,5	12,8
Рентабельность активов, %	6,74	9,3	14,0
Показатели деловой активности	Трансаэро	ЮТэйр	ВИМ - Авиа
Средний срок оборачиваемости валовых активов	165	276	332
Средний срок оборачиваемости запасов	5	24	8
Средний срок оборачиваемости оборотного капитала	139	106	83
Срок погашения дебиторской задолженности (дней)	82	70	71
Срок погашения кредиторской задолженности (дней)	110	43	57
Показатели долговой нагрузки	Трансаэро	ЮТэйр	ВИМ - Авиа
Финансовый долг, млн. руб.	1114	4253	1350
В том числе:			
долгосрочный долг	672	231	275
краткосрочный долг	442	4022	1075
Финансовый долг/выручка	0,11	0,38	0,23
Финансовый долг/операционная прибыль	3,70	5,4	1,8
Финансовый долг/ активы	0,25	0,51	0,25
Проценты к уплате/ операционная прибыль	0,47	0,59	0,08

*отчетность по РСБУ

**отчетность по МСФО

Источник: расчеты АКБ "Союз" по данным отчетности компаний

Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель председателя Правления Рукавишников Алексей Михайлович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Горбачева Елена	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Чердаков Евгений	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5487)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
Операции на фондовых рынках		
Илья Палей	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (5368)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Денежные рынки		
Тихонов Денис	Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505

E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры ценных бумаг или других финансовых инструментов, указанных в настоящем документе, или ценных бумаг, лежащих в основе таких финансовых инструментов или связанных с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00