

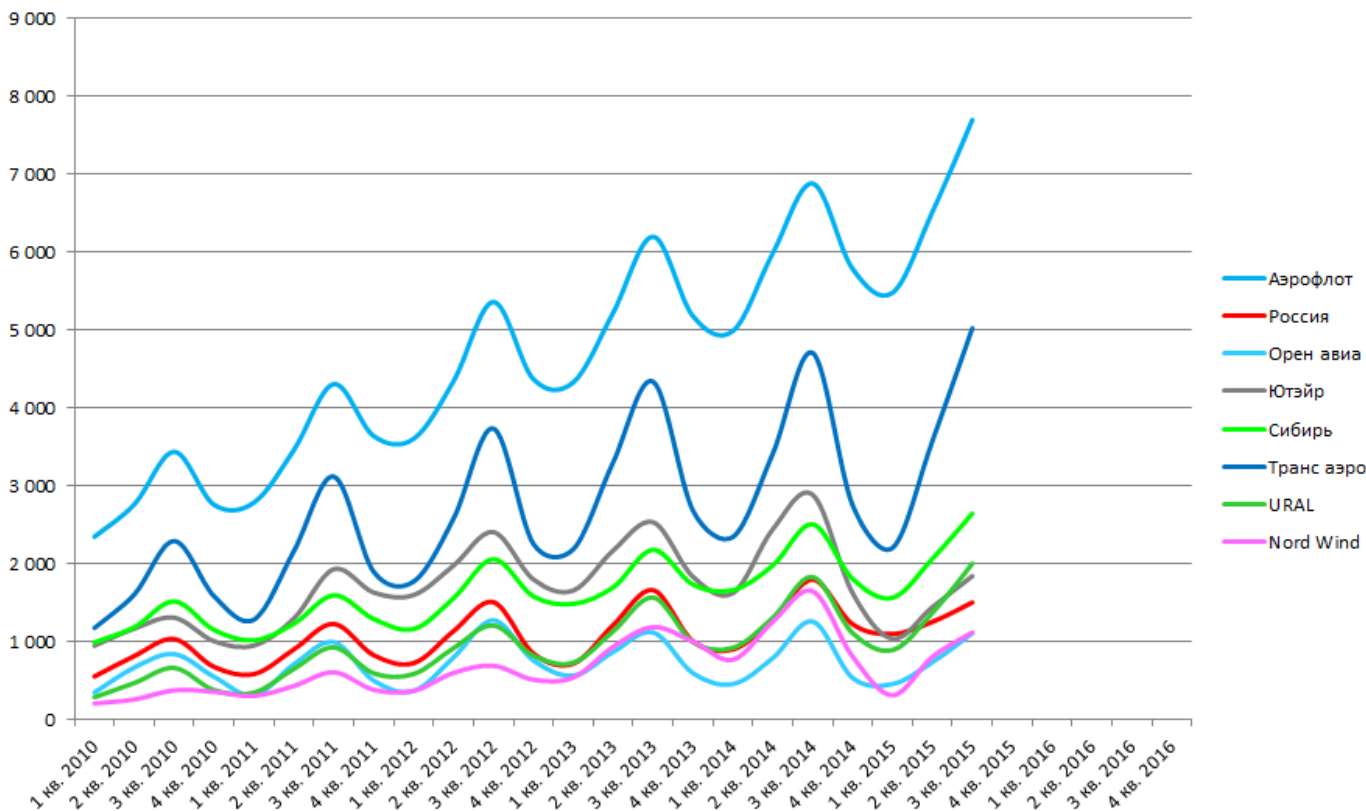
## Транспорт. Трансаэро.

Просто рассуждения о перспективах реструктуризации и спасения авиакомпании, плюс расчеты «на коленке».

В обзоре два важнейших допущения.

1. Владислав Филев во вторник 2 ноября купит акции Трансаэро и поставит свои деньги и судьбу авиакомпании Сибирь на мегаплан по созданию крупного игрока на базе трех авиакомпаний.
2. Первые лица страны благосклонно воспримут инициативу Филева и отзовут атаку госбанков и Аэрофлота.

Перевозки тыс. человек в квартал



## Далее новые примерные расчеты:

Аэрофлот с долей рынка в 41% стоит на бирже 55 млрд. рублей. Чистый долг на конец 1-го полугодия 120 млрд. **EV Аэрофлота 175 млрд. рублей.** ( $EV/EBITDA=5,3$  долг/ $EBITDA=3,6$ ). У «Сибири», исходя из данных годового отчета за 2014 год, финансового долга нет. Наоборот был 1 миллиард наличными. По квартально Сибирь больше не отчитывается.

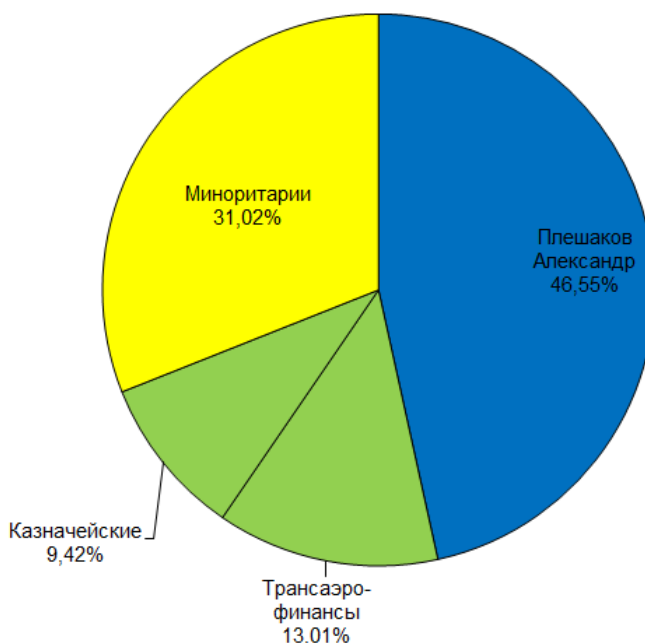
Исходя из оценки Аэрофлота стоимость большого S7 с долей в 25% рынка, примерно **100 млрд. рублей.** По факту объективно меньше, но мы этого еще не знаем, да и Аэрофлот может подорожать.

Долг Трансаэро мы оцениваем в **100 млрд. рублей.** 80 млрд. рублей это банки, 5 млрд. рублей это облигации и 15 млрд. Аэрофлот.

Из последних данных и предложений Филева мы знаем, что лишь часть долга будет конвертируема в акции, часть долга будет списана, а часть останется.

Также мы видим, что таинственная могучая сила берет акции с рынка. Обороты настолько огромные, что не может быть сомнений в реалистичности скупки с рынка некоего пакета. Возможно идет докупка как до 51% так и до 75%.

### Структура акционеров Трансаэро



Итак, мы предполагаем и только предполагаем, что новый собственник предложит кредиторам следующий логичный честный план. Предположим что часть долга списывается, часть конвертируется в акции S7, часть остается на новой укрупненной прибыльной S7 и обслуживается по нормальным ставкам с отсрочкой погашения на несколько лет.

Также мы предполагаем, что установившаяся в ходе напряженных торгов рыночная оценка акции в 20 рублей будет использована для оценки долга при допэмиссии.

Списание части это много или мало? Украина списала 20%, Греция около 50%, «Сибирь» в 2009 0%, «Ютэйр» предлагает 0% списание и пролонгацию по части тела долга до 2027.

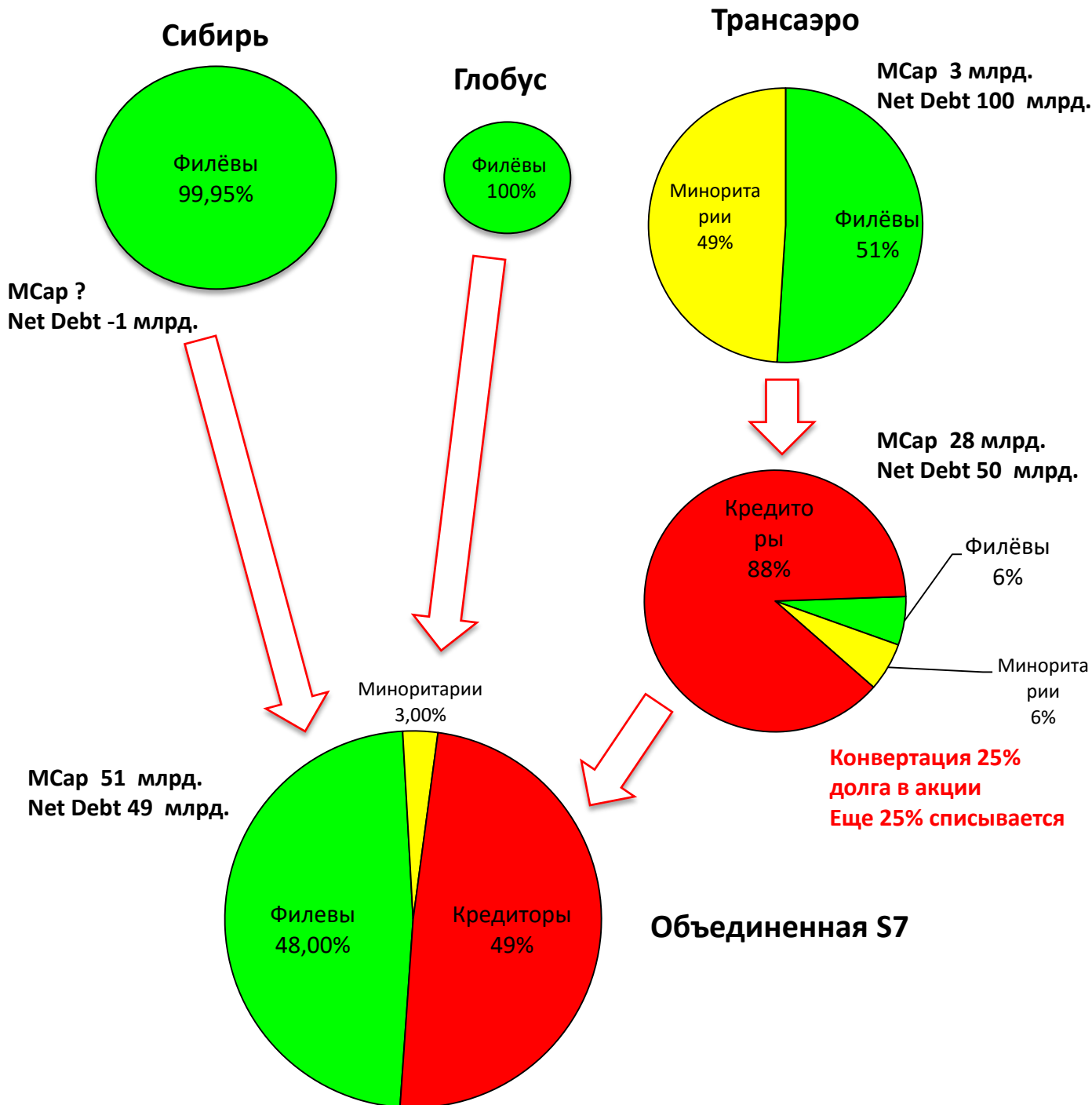
Мы рассмотрим два сценария.

1. Списание 25% долга, 25% конвертация, и 50% пролонгируется.
2. Списание 50% долга, 25% конвертация, и 25% пролонгируется.

Повторим, что стоимость объединенной S7 на основе сравнения с Аэрофлотом на текущий момент составляет примерно 100 млрд. рублей.

В обоих сценариях допэмиссия Трансаэро по 20 рублей на 1,25 млрд. штук или 88% нового уставного капитала.

1 сценарий, списание 25% долга.



2 сценарий, списание 50% долга.

## Сибирь



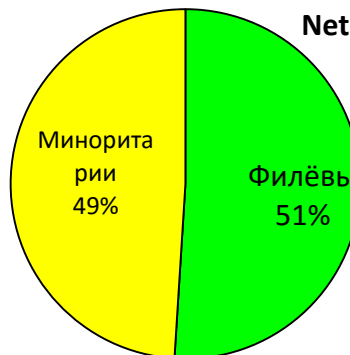
MCap ?  
Net Debt -1 млрд.

## Глобус

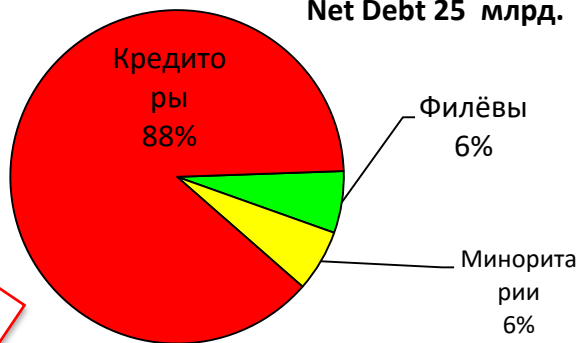


## Трансаэро

MCap 3 млрд.  
Net Debt 100 млрд.

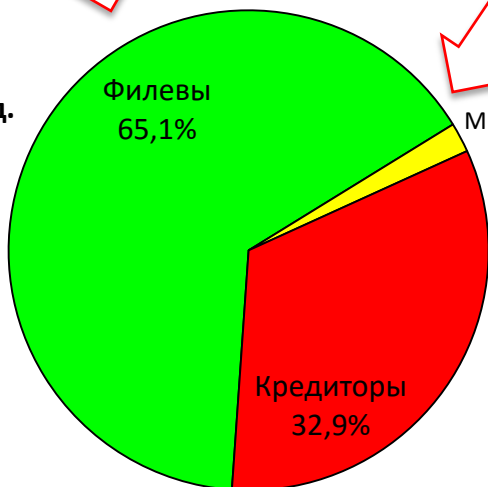


MCap 28 млрд.  
Net Debt 25 млрд.



**Конвертация 25%  
долга в акции  
Еще 50% списывается**

MCap 51 млрд.  
Net Debt 24 млрд.



Миноритарии  
2,0%

## Объединенная S7

Чем больше долга списывается, тем более это выгодно Филеву и новой компании, у которой будет крайне низкая долговая нагрузка. Долг уменьшится в 2-4 раза, а выручка объединенной компании будет примерно в 2 раза больше. В тоже время списания выше 50% маловероятны в принципе.

Суть реструктуризации в двух словах и выгода для участников.

1. **Филевы** отдавая от 35% до 52% капитала в объединенной компании, получают контрольный пакет в компании с большими амбициями и уверенной позицией №2 на растущем российском рынке и глобальными амбициями (Новосибирский хаб, трансполярные рейсы и т.п.).
2. **Кредиторы Трансаэро** получают шанс на возврат от  $\frac{1}{2}$  до  $\frac{3}{4}$  долга. Банкротство естественно столько не даст. Энтузиасты оценивают остаточную стоимость активов Трансаэро в 10% от долга.
3. **Акционеры Трансаэро** получают акции новой компании с небольшими надеждами на рост, дивиденды в будущем вместо уничтожения актива. Впрочем структура акционеров видимо весьма динамична.
4. **Государство** получает крупного налогоплательщика, конкуренцию в секторе, поддерживает бизнес в кризис.
5. **Государственный Аэрофлот и другие конкуренты** уже выиграли, получив маршруты и нарастив долю рынка.

Впрочем у госбанков есть госгарантии и они могут перетерпеть потери по кредитам, а ВЭБ могут в очередной раз докапитализировать. Аэрофлот наслаждается освобождением рынка.

Как и писали в прошлый раз в [отраслевом обзоре Транспорт №1](#), интересны облигации. По нашему сценарию даже при списании 50% долга и наличию дисконта за токсичность, они должны стоить дороже на фоне очевидного интереса к акциям. Облигации с высокой долей вероятности не будут участвовать в обмене на акции, а новым акционерам уже сейчас выгодно скупать дешевые выпуски. Долг с учетом купона на прошлой неделе торговался ниже 10%, но чуть выше 5% на бирже. То есть даже в случае банкротства можно было рассчитывать на безубыток в ходе ликвидации. Впрочем все авантюристически настроенные инвесторы уже купили бонды и понимают что делают. Сейчас публичный долг подrożал. Даже на фоне не выплаты купона по БЗ. Покупать мы не рекомендуем во избежание недоразумений. Многие инвесторы не знакомы даже с базовыми характеристиками рынка облигаций, но в интернете много информации. Вероятно в течении месяца будет конкретика.

## Отказ от ответственности:

\*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

*\*\*Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.*

*\*\*\* Данный бюллетень распространяется на безвозмездной основе. Отблагодарить автора вы можете отправив перевод по этим реквизитам:*

QIWI 4890 4941 1935 9859

Сбербанк 4276 3100 1832 8080

ВТБ 4272 2903 3762 4530

Yandex 4100 1917 2370 06