

«Аэрофлот» на маршруте внешних рисков

6 мая 2014

Вчера «Аэрофлот» опубликовал операционные итоги первого квартала 2014 года, которые мы оцениваем нейтрально: темпы роста бизнеса перевозчика по-прежнему превышают среднеотраслевые показатели, однако следует учитывать риски, оказывающие давление на деятельность компании и находящие отражение в цене акций.

«Аэрофлот» изменил маршруты некоторых рейсов в обход территории Украины, что должно будет привести к росту расходов, в частности на топливо. Компания также потеряет часть пассажиропотока на украинском направлении: со 2 мая 2014 года украинские авиационные власти запретили российским авиакомпаниям выполнять полеты в аэропорты Донецка и Харькова. В то же время, перевозчик увеличил число рейсов в Симферополь, снизив по указанию Правительства стоимость билетов.

Наше долгосрочное видение деятельности компании не изменилось: мы по-прежнему видим потенциал роста бизнеса перевозчика, который будет основан, прежде всего, на высоких темпах роста пассажиропотока и пассажирооборота.

Принимая во внимание операционные результаты I квартала 2014 года, а также опубликованные ранее финансовые итоги 2013 года и комментарии руководства относительно прогнозов на 2014 год, мы обновили модель оценки стоимости компании. Мы учли в своей модели более консервативные ожидания руководства относительно доходной ставки в 2014 году и понижаем оценку справедливой стоимости акций «Аэрофлота» (на конец 2014 года) с 93,78 до **84,81 рублей** за акцию. Оставляем рекомендацию **ПОКУПАТЬ**.

Инвестиционные факторы

- ✓ Темпы роста операционных показателей перевозчика выше среднеотраслевых;
- ✓ Долгосрочным драйвером роста стоимости компании является планируемая приватизация и SPO;
- ✓ Транссибирские роялти сохранятся в 2014 году;
- ✓ Дивиденды по итогам года могут составить 2,5 рубля на акцию (доходность около 5,0%).

Факторы риска

- ✗ Совершение ряда рейсов в обход территории Украины, отмена полетов в Харьков и Донецк приведут к потере части операционных доходов компании;
- ✗ Ослабление рубля к евро может негативно отразиться на динамике пассажирских перевозок, тарифы на которые исчисляются в евро;
- ✗ Лизинговые платежи, номинированные в иностранной валюте, могут вырасти в связи с ослаблением рубля.

ПОКУПАТЬ

	АО
Тикер	AFLT
Текущая цена, руб.	50,25
Целевая цена, руб.	84,81
Потенциал роста	68,8%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн. \$	1 594,5
Количество АО, млн. шт.	1 110,6
Free float акций	39,7%
Чистый долг, млн. \$	2 067
Чистый долг/EBITDA	2,08

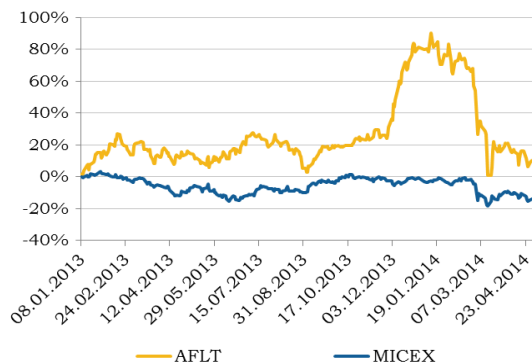
Основные показатели

	2012	2013	2014F
Выручка, млн. \$	8 138	9 136	9 851
EBITDA, млн. \$	671	1 000	434
Рентабельность по EBITDA	8,3%	10,9%	4,4%
Чистая прибыль, млн. \$	166	230	197
Чистая рентабельность	2,0%	2,5%	2,0%

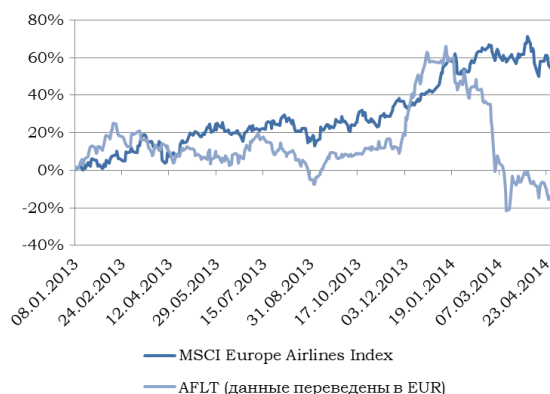
Рыночные мультипликаторы

	2012	2013	2014F
P/E	9,59	6,93	8,09
P/S	0,20	0,17	0,16
EV/EBITDA	5,45	3,66	8,44

Относительная динамика торгов на ММВБ



Относительная динамика акций «Аэрофлота» на фоне авиационного индекса MSCI



Источник: данные Bloomberg, расчеты UFS IC



С конца февраля акции «Аэрофлота» на Московской бирже потеряли порядка 25-30%, снизившись с 70-75 руб. до 50-55 руб. за акцию. Событий за это время произошло немало: в середине марта авиаперевозчик опубликовал финансовые результаты 2013 года, затем руководство провело Capital Markets Day (встречу руководства с инвесторами и аналитиками), вчера, 5 мая, были представлены операционные итоги I квартала 2014 года. По итогам всех опубликованных результатов и озвученных руководством комментариев к деятельности компании мы обновили свои ожидания по некоторым финансовым показателям «Аэрофлота» на будущие периоды и пересмотрели оценку акций перевозчика.

Итоги I квартала

Вчера «Аэрофлот» опубликовал операционные результаты I квартала 2014 года. Авиакомпания перевезла 4,98 млн пассажиров, что на 15,2% больше, чем за аналогичный период прошлого года, в целом по группе пассажиропоток вырос на 12,2% до 6,89 млн человек, что превышает среднеотраслевой показатель (+9,7%). Пассажирооборот российских авиакомпаний за январь-март 2014 года вырос на 6,7% г/г.

Совокупный пассажирооборот компаний Группы «Аэрофлот» в первом квартале оказался лишь на 2,8% выше показателя аналогичного периода 2013 года, причем пассажирооборот на международных рейсах (которые составляют большую долю в перевозках компании) снизился на 4,9% за период (в марте снижение составило 8,7%).

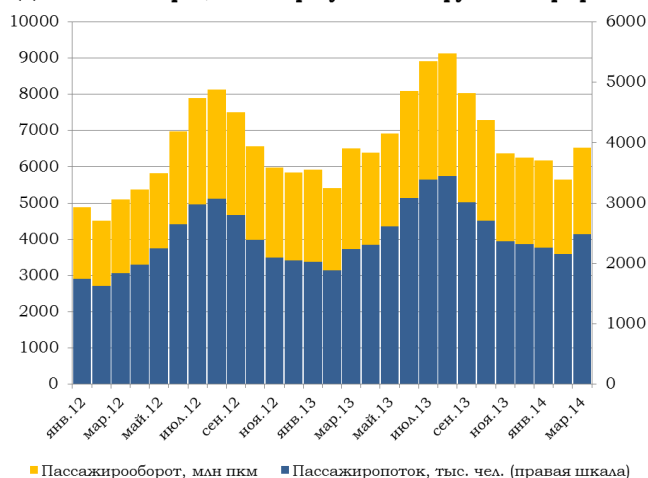
В компании снижение объясняют переориентацией сети маршрутов ОАО «Оренбургские Авиалинии» из регионов Ближнего Востока и Азии в связи с политической нестабильностью на Европейские направления. Напомним также, что в феврале руководство «Аэрофлота» приняло решение снизить тарифы, номинированные в евро, на 5%, объяснив это «низким сезоном», а также ослаблением рубля (что привело к росту стоимости перевозок).

Пассажирооборот Группы на внутренних рейсах в 1K14 вырос на 21,0% г/г, показатель ОАО «Аэрофлот» увеличился сильнее – на 26,9% благодаря проведению Олимпийских игр в Сочи.

Факторы риска

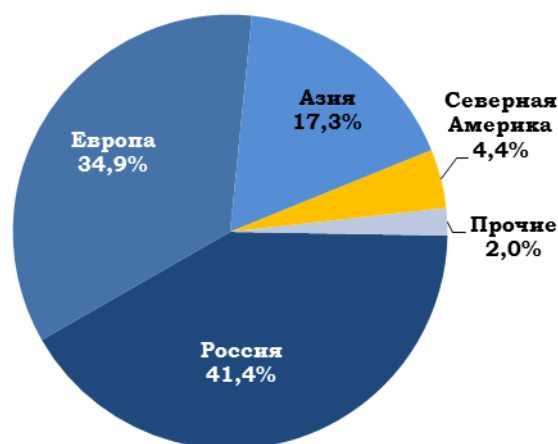
Как и бумаги других российских публичных компаний, акции «Аэрофлота» реагируют на внешние события (в первую очередь, это касается присоединения Крыма к России и последовавшего за этим обострения отношений между Россией и Западом), и мы не можем не отметить несколько факторов, способных негативно отразиться на деятельности компании.

Динамика операционных результатов Группы «Аэрофлот»



Источник: данные компании

Структура выручки от регулярных пассажирских перевозок в 2013 году



Источник: данные компании



1. «Аэрофлот» изменил маршруты некоторых рейсов в обход территории Украины, что должно будет привести к росту расходов, в частности на топливо.

2. Правительство РФ поставило авиаперевозчикам задачу по снижению тарифов на перелеты в Крым, пообещав просубсидировать часть затрат, однако субсидии не покроют перелеты из Москвы и Санкт-Петербурга. «Аэрофлот» уже объявил о снижении стоимости билетов в Крым и об увеличении частоты рейсов.

3. Компания потеряет часть пассажиропотока на украинском направлении: со 2-го мая 2014 года украинские авиационные власти запретили российским авиакомпаниям выполнять полеты в аэропорты Донецка и Харькова.

Что касается введения США и ЕС санкций в отношении России, то руководство «Аэрофлота» не ожидает, что они приведут к изменению условий по операционному и финансовому лизингу.

Здесь же отметим, что в комментариях к финансовой отчетности за 2013 год руководство «Аэрофлота» озвучило прогноз, согласно которому величина выручки в 2014 году останется на уровне 2013 года. Мы прогнозируем рост пассажиропотока в 2014 году на 9,0% до 34,22 млн человек, а значит, величина доходных ставок (yields) будет ниже, чем в предыдущие периоды. Кроме того, менеджмент компании заявил, что доходная ставка в рублевом эквиваленте в 2014 году сохранится на уровне 2013 года, что, с учетом ослабления рубля, негативно скажется на выраженной в долларах выручке. Снижение именно этого показателя в конце 2013 года привело к тому, что многие инвесторы понизили свою оценку стоимости акций компании.

Летом 2014 года должны будут начаться первые перелеты лоукостера «Добролет». Пока всё идет по плану: принимаются поправки к Воздушному кодексу, необходимые для функционирования в России лоукост-перевозчиков. Однако этот проект «Аэрофлота», на инвестирование которого будет направлено ориентировочно \$100 млн, оценивается экспертами скептически: проект, скорее всего, не будет приносить прибыли материнской компании и окупится еще нескоро.

Резюме

Принимая во внимание операционные результаты I квартала 2014 года, а также опубликованные ранее финансовые итоги 2013 года и комментарии руководства относительно прогнозов на 2014 год, мы обновили модель оценки стоимости компании.

Наше долгосрочное видение деятельности компании не изменилось: мы по-прежнему видим потенциал роста бизнеса перевозчика, который будет основан, прежде всего, на высоких темпах роста пассажиропотока и пассажирооборота. Мы учли в своей модели более консервативные ожидания руководства относительно доходной ставки в 2014 году и понижаем оценку справедливой стоимости акций «Аэрофлота» (на конец 2014 года) с 93,78 до **84,81 рублей** за акцию. Оставляем рекомендацию **ПОКУПАТЬ**.

Добавим, что 15 мая Совет директоров «Аэрофлота» рассмотрит вопрос о выплате дивидендов по итогам 2013 года. Исходя из прогноза по выплате 25% от чистой прибыли по РСБУ (11,097 млрд рублей в 2013 году), мы ожидаем, что дивиденды могут составить 2,50 рубля на акцию, доходность, таким образом, может составить 4,96%.



Ключевые финансовые показатели Группы "Аэрофлот" по итогам 2013 года

\$ млн.	4K12	2012	3K13	4K13	2013	Изменение, %		
						4K13/3K13	4K13/4K12	2013/2012
Выручка	2 117	8 138	2 900	2 104	9 136	-27,5%	-0,6%	12,3%
Выручка от перевозок	1 807	7 118	2 594	1 828	8 087	-29,5%	1,1%	13,6%
Регулярные пассажирские перевозки	1 562	6 247	2 377	1 625	7 240	-31,6%	4,1%	15,9%
Чартерные пассажирские перевозки	140	508	154	125	539	-18,4%	-10,3%	6,3%
Грузовые перевозки	106	364	64	77	307	20,1%	-27,0%	-15,6%
Прочая выручка	310	1 020	306	275	1 049	-10,0%	-11,3%	2,9%
EBITDA	17	671	779	-131	1 000	-	-	49,0%
рентабельность по EBITDA, %	0,8%	8,2%	26,9%	-	10,9%	-	-	-
Чистая прибыль	-130	166	544	-315	230	-	-	38,6%
рентабельность по EBITDA, %	-	2,0%	18,8%	-	2,5%	-	-	-
Пассажиропоток, тыс. чел.	6 534	27 472	9 865	7 384	31 391	-25,1%	13,0%	14,3%
Пассажирооборот, млн. пкм	18 388	74 617	26 091	19 910	85 273	-23,7%	8,3%	14,3%
Доходная ставка, \$ cents/пкм	9,3	9,1	9,7	8,8	9,1	-9,3%	-5,4%	0,0%
Чистый долг		2 120	1 931		2 067	7,0%		-2,5%
Чистый долг/EBITDA		3,2	1,7		2,1			

«Аэрофлот» на фоне аналогов

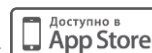
	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	2012	2013	2014F	
Air China Ltd	8,80	7,73	7,69	0,67	0,42	0,41	13,28	17,02	11,68	5,83
Air France-KLM	6,88	5,88	4,34	0,08	0,12	0,12	-	-	17,28	4,02
Alaska Air Group Inc	3,53	6,15	5,56	0,65	1,32	1,23	9,13	13,59	13,40	-0,53
Ana Holdings Inc	6,10	5,29	6,22	0,44	0,54	0,50	22,28	14,21	39,39	2,34
Cathay Pacific Airways	9,57	8,70	7,08	0,56	0,58	0,55	64,93	24,62	13,18	2,94
China Eastern Airlines Co	8,73	8,93	7,85	0,33	0,31	0,28	9,21	11,40	10,41	8,00
Delta Air Lines Inc	4,67	7,50	5,84	0,27	0,84	0,79	8,05	7,25	12,63	1,35
Deutsche Lufthansa	3,15	3,93	3,40	0,22	0,27	0,27	5,48	22,68	9,11	0,79
Easyjet Plc	5,43	9,70	8,40	0,61	1,54	1,42	9,29	12,62	14,54	-0,97
Intl Consolidated Airline	4,61	6,42	4,86	0,23	0,53	0,50	-	73,07	12,59	0,94
Japan Airlines Co Ltd	-	2,68	2,95	-	0,77	0,73	-	4,62	6,34	-0,98
Qantas Airways Ltd	3,15	3,76	6,37	0,18	0,17	0,17	-	613,64	-	2,52
Ryanair Holdings Plc	6,71	9,64	9,85	1,50	1,96	1,91	11,77	15,08	18,90	0,40
Singapore Airlines Ltd	4,40	4,12	4,14	0,86	0,81	0,80	38,06	33,76	25,61	-2,39
Southwest Airlines Co	4,64	7,07	5,91	0,45	0,95	0,92	18,23	16,82	16,20	-0,31
United Continental Holdings	4,99	6,49	5,82	0,21	0,40	0,39	13,14	13,32	10,53	2,31
UTair	5,91	4,85	3,79	0,17	0,14	0,12	189,92	189,92	4,85	4,20
Аэрофлот	5,45	3,66	8,44	0,20	0,17	0,16	9,59	6,93	8,09	2,08
Среднее	5,70	6,40	5,89	0,47	0,69	0,65	31,75	67,72	14,79	1,35
Справедливая стоимость акции, руб.	52,6	87,9	35,1	119,4	197,9	203,0	166,4	490,9	91,8	
Потенциал	4,6%	74,9%	-30,2%	137,7%	293,7%	303,9%	231,1%	876,9%	82,8%	

Источник: данные компании, прогнозы и расчеты UFS IC

Предыдущий специальный комментарий по эмитенту:

[Аэрофлот: операционные итоги 2013 года. Пересмотр оценки.](#)

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#) или



Департамент Аналитики

Тел. +7 (495) 781 02 02

Департамент торговли и продаж

Тел. +7 (495) 781 73 03

Взаимодействие с клиентами, формирование портфелей, применение торговых идей

Тел. +7(495) 781-73-02

Тел. +7(495) 781-73-00



Исаева Мария
mvi@ufs-federation.com



Коростелев Дмитрий
kdv@ufs-federation.com



Ухарский Василий
uvv@ufs-federation.com



Шмакова Светлана
ssv@ufs-federation.com



Куренкова Анна
kas@ufs-federation.com

UFS Investment Company

- Победитель конкурса прогнозов Thomson Reuters Trading Russia
- Лауреат премии Cbonds Awards в номинации – «Прорыв года в аналитике»
- Лауреат премии Cbonds Awards
- Рейтинг надежности на уровне А, высокий уровень надежности (РА Эксперт)
- Рейтинг кредитоспособности по национальной шкале «А» (АК&М)
- Дважды лауреат премии «Investor Awards»
- Золотой диплом «За информационную открытость» (Финансовый пресс-клуб)
- Лауреат премии Spear's Awards
- Лауреат Национальной премии «Финансовый Олимп 2012»
- Лучший результат управления фондами фиксд-инком и арбитраж (достижение исторических доходностей 38/72% годовых 2013г.)
- Команда аналитиков входит в TOP-3 ранкинга BARR - Ранг абсолютного дохода Bloomberg

Всегда для Вас живой сайт: он-лайн консультант на нашем сайте www.ufs-federation.com



Подписка
на аналитику



Каждый вторник в 19:00
Весенние встречи с UFS IC



Узнайте больше
с помощью мобильного
приложения

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

