

Аэрофлот: первым делом самолеты

25 октября 2013

Мы начинаем аналитическое сопровождение акций Аэрофлота.

Будучи крупнейшим авиаперевозчиком в России, а также одним из крупнейших в Европе, Аэрофлот, тем не менее, имеет возможности для усиления своих позиций на рынке.

Способствовать этому будет развитие отрасли авиационных перевозок в России за счет развития региональных перевозок, а также увеличения реальных доходов населения. К 2020 году общий пассажирооборот (среди российских авиакомпаний) может увеличиться вдвое, что приведет и к росту операционных и финансовых показателей Аэрофлота.

Мы также ожидаем, что рост операционных показателей авиакомпании будет опережать темпы роста цен на топливо, что поможет улучшить рентабельность.

Увеличение free-float в рамках приватизации и SPO, а также размещение ADR на внебиржевой площадке NYSE будут способствовать повышению ликвидности бумаг и привлечению инвесторов.

Мы высоко оцениваем перспективы роста бизнеса Аэрофлота, однако он будет происходить постепенно. Поэтому мы рассматриваем бумаги перевозчика, прежде всего, как долгосрочную инвестицию.

Наша оценка целевой цены на конец 2014 года составляет 70,1 рубля за обыкновенную акцию, торгующуюся на ММВБ. Рекомендация ПОКУПАТЬ.

Инвестиционные факторы

- ✓ Хорошие перспективы отрасли авиационных перевозок в России;
- ✓ Запуск лоукостера «Добролет» позволит увеличить пассажиропоток на среднемагистральных направлениях;
- ✓ Планируемая приватизация и SPO приведут к росту free-float.

Факторы риска

- ✗ Высокие операционные расходы и, как следствие, низкая рентабельность бизнеса;
- ✗ Зависимость от цен на топливо;
- ✗ Невысокая пока ликвидность акций.

ПОКУПАТЬ

	АО
Тикер	AFLT
Текущая цена, руб./USD	55,71
Целевая цена, руб./USD	70,10
Потенциал роста	25,8%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн. \$	1 945,7
Количество АО, млн. шт.	1 110,6
Free float акций	21,34%
Чистый долг, млн. \$	2 069
Чистый долг/EBITDA	2,67

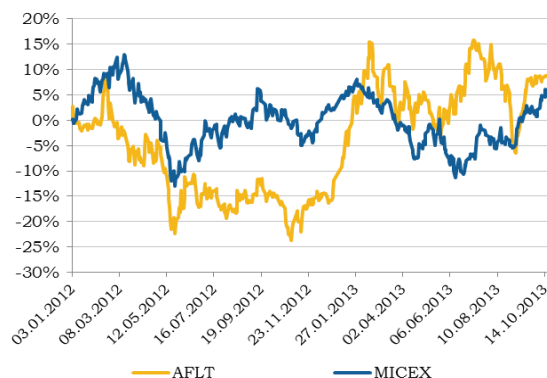
Основные показатели

	2012	2013F	2014F
Выручка, млн \$	8 138	9 240	10 041
EBITDA, млн \$	671	697	630
Рентабельность по EBITDA	8,3%	7,5%	6,3%
Чистая прибыль, млн \$	166	92	201
Чистая рентабельность	2,0%	1,0%	2,0%

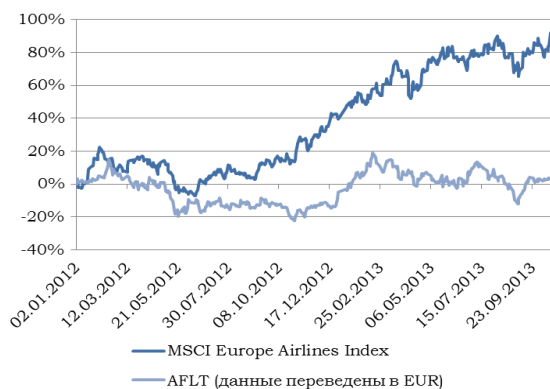
Рыночные мультипликаторы

	2012	2013F	2014F
P/E	11,70	21,06	9,69
P/S	0,24	0,21	0,19
EV/EBITDA	5,98	5,76	6,37

Относительная динамика торгов на ММВБ



Относительная динамика авиационного индекса



Источник: данные Bloomberg, расчеты UFS IC



Перспективы развития отрасли

Российская отрасль авиационных перевозок характеризуется высоким уровнем концентрации: при общем количестве функционирующих авиакомпаний около 120, 90% всех перевозок выполняют 15 авиакомпаний; на долю 35 авиаперевозчиков приходится более 99% всех перевозок.

Согласно стратегии развития российской авиационной отрасли до 2030 года, коэффициент авиационной подвижности населения вырастет с 0,41х в 2010 до 0,79х в 2020 году (1,23х в 2030 году). Это подразумевает рост пассажиропотока почти вдвое за десять лет.

Но несмотря на высокие темпы роста пассажиропотока в РФ (более 15% по итогам 2012 года), существенные операционные затраты (в частности на топливо) не позволяют показывать высокий уровень рентабельности. В будущем, впрочем, использование самолетов с меньшим расходом топлива позволит сократить расходы авиакомпаний.

По прогнозам Международной ассоциации воздушного транспорта IATA, среднемировой уровень рентабельности авиакомпаний составит в 2013 году 3,2%.

Что касается российской отрасли авиационных пассажирских перевозок (АПП), здесь если международные авиаперевозки обладают хотя бы низкой прибыльностью, то внутренние авиаперевозки в большинстве своем совсем нерентабельны. Однако именно за счет развития внутренних авиаперевозок, по ожиданиям Минтранс России, будет происходить развитие отрасли АПП в ближайшем десятилетии.

Основными факторами, влияющими на развитие отрасли АПП в РФ, будут:

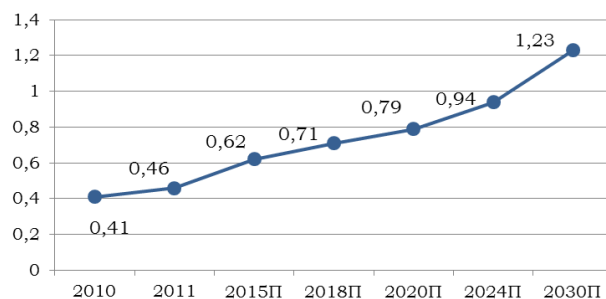
- рост реальных доходов населения;
- повышение конкурентоспособности воздушного транспорта по сравнению с железнодорожным на рынке дальних и среднемагистральных пассажирских перевозок;
- развитие процессов интеграции авиаперевозчиков в мировой рынок.

Итоги полугодия и прогноз на перспективу

Группа «Аэрофлот», включающая кроме ОАО «Аэрофлот – Российские авиалинии» еще ряд авиакомпаний («Россия», «Оренбургские авиалинии», «Донавиа» и др.) – лидер на российском рынке с долей в 37%, а также один из крупнейших авиаперевозчиков стран СНГ и Восточной Европы.

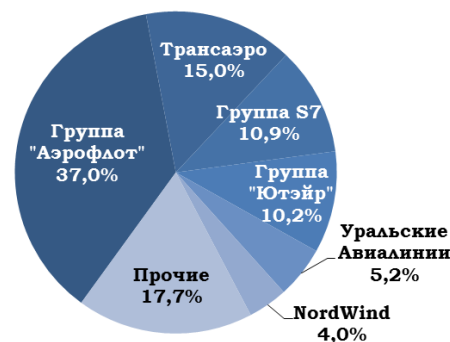
Пару недель назад компания представила финансовые результаты по МСФО за первое полугодие. На первый взгляд, итоги впечатляющие: рост выручки составил 14% (в том числе выручка от перевозок увеличилась на 16% г/г), EBITDA показала рост на 42%, операционная прибыль – на 70%. А вот чистая прибыль продемонстрировала снижение,

Коэффициент авиационной подвижности населения РФ, пасс. на 1 человека в год



Источник: Транспортная стратегия РФ на период до 2030 года, Минтранс

Структура российского рынка авиаперевозок по суммарному пассажиропотоку (за 8М 2013 года)



Источник: Росавиация



что связано с переоценкой обязательств по финансовому лизингу, а также убытками в дочерних авиакомпаниях группы.

Стабильно высокий темп роста пассажиропотока позволяет Аэрофлоту показывать сильные результаты по выручке (и выше, чем в среднем по отрасли). Кроме того, компании удастся улучшить эффективность бизнеса: коэффициент занятости кресел по итогам 1П13 вырос до 76% в целом по группе (75% в 1П12).

Однако высокие операционные расходы по-прежнему отрицательно сказываются на рентабельности. Вдобавок к этому, из-за высоких капитальных затрат страдает свободный денежный поток. Впрочем, дивидендные выплаты компания осуществляет, ориентируясь на чистую прибыль (по РСБУ).

Еще одной значительной статьей в расходах компании являются обязательства по финансовому и операционному лизингу. В 2013-2016 гг. Аэрофлот планирует увеличить парк воздушных судов на 54 самолета (сейчас общее их количество составляет 238). Это предполагает значительные денежные затраты, поэтому в ближайшие три года мы ожидаем отрицательный свободный денежный поток компании.

По итогам всего 2013 года мы прогнозируем выручку группы в размере \$9,24 млрд, что на 14% выше уровня прошлого года. EBITDA может составить \$697 млн (+4%), а чистая прибыль – \$92 млн (-44% г/г). Во втором полугодии ожидаем более сильных финансовых результатов относительно 1П13, так как бизнесу авиаперевозок присуща сезонность, и во втором полугодии пассажиропоток Аэрофлота традиционно на 25-30% выше, чем в первые шесть месяцев года.

Новый лоукостер, теперь от Аэрофлота

Недавно Аэрофлот анонсировал создание собственного лоукостера – ООО «Добролет». В ближайшие два года авиаперевозчик собирается инвестировать в него \$100 млн и при этом планирует, что примерно за то же время вложения окупятся. Первые полеты «Добролета» планируются уже весной 2014 года.

В европейских странах многие крупные авиакомпании создают своих лоукостеров, чтобы защититься от низкобюджетных конкурентов (к примеру, лоукостер Germanwings, запущенный Lufthansa). Кроме того, большинство авиаперевозчиков сталкиваются с неконкурентоспособностью на среднемагистральных направлениях из-за высокого уровня издержек. В России «Аэрофлоту» пока не придется конкурировать с другими лоукостерами, поскольку их попросту нет. Хотя, вполне вероятно, что и ЮТэйр тоже вскоре задумается о создании своего лоукостера, учитывая имеющиеся у перевозчика контракты на поставку



40 судов Boeing-737 и 20 судов Airbus A-320, самых популярных моделей среди мировых лоукостеров.

В результате, Аэрофлот сможет привлечь новых клиентов, которые пока предпочитают более дешевые виды транспорта (ж/д). Это приведет к росту пассажиропотока авиакомпании и, возможно, увеличению доли на рынке авиаперевозок. Мы оцениваем эту инициативу позитивно для стоимости компании в долгосрочной перспективе.

Оценка акций

Мы оценили справедливую стоимость акций Аэрофлота с помощью методики DCF. Справедливая цена акций компании на конец 2014 года составила 70,1 рублей, что предполагает потенциал роста немногим более 25% к текущим уровням.

В своем прогнозе мы исходили из ожиданий роста пассажиропотока при незначительном снижении доходной ставки (выручки от перевозок на один пассажиро-километр), а также умеренного роста цен на авиатопливо.

По истечении прогнозного периода (2020 год) мы ожидаем, что свободный денежный поток будет расти в среднем на 3% в год.

Сравнительный анализ целесообразно проводить относительно зарубежных аналогов, поскольку на российском рынке публичными авиакомпаниями являются только ЮТэйр и Трансаэро, однако их бумаги неликвидны. Анализ показывает, что относительно зарубежных авиакомпаний Аэрофлот в значительной степени недооценен по показателю P/S, хотя по объему выручки компания стоит в одном ряду с такими перевозчиками, как Turkish Airlines, Air Canada и China Eastern Airlines. Мы считаем, что дисконт к зарубежным аналогам может снизиться, а бумаги компании будут оцениваться рынком выше.

Заключение

Главным фактором, влияющим на стоимость компании, является органический рост бизнеса за счет развития отрасли авиационных пассажирских перевозок в России. Расширение маршрутной сети, запуск лоукостера, развитие региональных перевозок будут способствовать увеличению пассажиропотока, который, по нашим ожиданиям, продолжит показывать высокие темпы роста вплоть до 2020 года.

В то же время, риском для компании является рост цен на авиационное топливо, затраты на которое составляют немалую долю в общих операционных затратах перевозчика. На высоком уровне будут сохраняться и выплаты по финансовому и операционному лизингу воздушных судов, учитывая стратегию Аэрофлота по усилению своих позиций на рынке.

В какой-то степени негативными являются разговоры о возможной отмене роялти, которую перевозчик получает от зарубежных авиакомпаний, пролетающих над Сибирью (в будущем, возможно, получателем роялти станет напрямую государство). Но руководство придерживается мнения, что поступления от транссибирских роялти продолжатся и в 2014 году. Аэрофлот не раскрывает точную цифру доходов от роялти, однако включает их «в доходы по соглашениям с авиакомпаниями» в прочей выручке. По итогам 6М 2013 года эти доходы составили \$263,1 млн, или 6,4% от общей выручки. Это небольшая цифра в масштабах бизнеса компании, и Аэрофлот является лишь посредником при передаче полученных средств государству, поэтому мы не думаем, что возможная отмена роялти сильно отразится на финансовом положении компании.



Среди инвестиционных факторов, которые могут положительным образом повлиять на стоимость компании, выделим, в первую очередь, планируемую приватизацию. До 2020 года государство должно снизить свою долю в Аэрофлоте с 51,17% до 25% + 1 акции. Кроме того, планируется разместить 10,55% акций на рынке (3,55% от «Ростеха», 4,66% – казначейские акции и допэмиссия – 2,34%). В результате доступ к бумагам получит широкий круг инвесторов, повысится free-float и вырастет ликвидность. За последний год среднесуточный объем торгов бумагами перевозчика на ММВБ значительно вырос, однако ликвидность по-прежнему невысока. Аэрофлот также планирует размещение ADR первого уровня на внебиржевой площадке Нью-Йоркской биржи. Таким образом, перевозчик сможет оценить интерес иностранных инвесторов к бумагам компании.

На наш взгляд, Аэрофлот обладает высоким потенциалом роста стоимости компании, однако для полной его реализации необходимо время, и это не год и не два. Поэтому мы рассматриваем обыкновенные акции Аэрофлота, прежде всего, как долгосрочную инвестицию.

Наша оценка справедливой стоимости акций составляет **70,1 рубль**, потенциал роста – порядка 25% к текущим уровням. Рекомендация **ПОКУПАТЬ**.

Аэрофлот на фоне иностранных аналогов

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
Air China Ltd	8,40	7,24	6,23	0,52	0,50	0,45	11,15	9,21	8,54	5,59
Air France-KLM	7,07	5,19	4,06	0,09	0,09	0,08	-	-	9,77	2,77
Alaska Air Group Inc	4,82	4,61	3,81	0,97	0,92	0,86	13,74	12,91	10,16	-0,62
Ana Holdings Inc	5,78	5,28	5,23	0,55	0,53	0,49	22,06	18,25	18,68	1,94
Cathay Pacific Airways	11,11	8,42	6,77	0,61	0,60	0,55	59,95	24,82	13,35	2,17
China Eastern Airlines Co	8,15	8,72	7,24	0,38	0,36	0,33	7,58	8,87	7,97	5,26
Delta Air Lines Inc	7,07	5,86	5,23	0,57	0,56	0,54	13,43	8,31	8,14	1,80
Deutsche Lufthansa	3,29	2,80	2,47	0,22	0,21	0,21	26,10	12,92	8,33	0,57
Easyjet Plc	10,54	7,69	6,95	1,34	1,23	1,15	22,06	14,14	12,49	-0,82
Hainan Airlines Co	9,25	-	-	0,85	0,75	0,65	3,70	3,21	2,83	-
Intl Consolidated Airline	9,20	5,55	4,08	0,46	0,44	0,41	-	32,70	12,15	0,86
Japan Airlines Co Ltd	3,24	3,18	3,51	0,85	0,85	0,82	6,73	6,09	7,28	-0,64
Qantas Airways Ltd	4,10	3,78	3,61	0,21	0,21	0,20	55,63	42,28	31,34	1,52
Ryanair Holdings Plc	9,42	8,46	8,10	2,08	1,83	1,72	19,16	16,36	15,09	-0,18
Singapore Airlines Ltd	3,57	3,67	3,30	0,81	0,79	0,78	28,51	30,06	21,09	-2,70
Southwest Airlines Co	6,09	4,70	4,31	0,61	0,59	0,57	27,32	15,14	12,69	-0,28
United Continental Holdings	5,94	4,99	4,05	0,30	0,29	0,28	20,07	11,88	7,10	2,13
US Airways Group Inc	5,50	3,88	3,63	0,28	0,27	0,26	7,59	5,94	6,31	1,72
Аэрофлот	5,98	5,76	6,37	0,24	0,21	0,19	11,70	21,06	9,69	2,67
Среднее	6,81	5,53	4,86	0,65	0,61	0,58	21,55	16,06	11,85	1,52
Справедливая стоимость акции, руб.	63,4	53,5	42,4	151,5	161,9	165,5	102,6	42,5	68,1	
Потенциал	13,8%	-4,0%	-23,8%	171,9%	190,6%	197,1%	84,2%	-23,7%	22,3%	

Формирование свободного денежного потока

\$ млн.	2011	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Выручка	5 378	8 138	9 240	10 041	10 648	11 522	12 143	13 097	13 959	15 161
- пассажирские перевозки	4 188	6 755	7 557	8 240	8 955	9 704	10 240	11 057	11 792	12 838
- грузовые перевозки	278	364	389	396	415	435	447	468	491	504
Операционные расходы	4 990	7 780	8 951	9 861	10 596	11 260	11 695	12 229	12 761	13 520
- расходы на топливо	1 472	2 288	2 534	2 756	2 988	3 231	3 413	3 671	3 905	4 239
- обслуживание воздушных судов	754	1 274	1 595	1 750	1 846	1 917	1 945	1 988	2 024	2 073
EBIT	388	358	289	181	52	262	448	867	1 197	1 640
EBIT*(1-T)	311	286	231	145	41	210	358	694	958	1 312
D&A	221	269	358	394	424	450	468	489	510	541
CAPEX	128	167	200	502	532	461	486	524	558	606
Change in Working Capital	-86	-28	600	400	100	100	200	300	450	820
Free Cash Flow	490	416	-211	-363	-167	99	140	359	460	427

Источник: Аэрофлот, прогнозы и расчеты UFS IC

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



Департамент Аналитики

Павел Василиади Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Станислав Савинов Аналитик по макроэкономике	Тел. +7 (495) 781 02 02 vss@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Дарья Федянина Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 fdn@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 02 02 him@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Трейдера	Тел. +7 (495) 781 02 02 pvn@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 04 kim@ufs-federation.com
Антон Басов Трейдера	Тел. +7 (495) 781 02 02 bav@ufs-federation.com
Александр Миленный Сейлз-трейдера	Тел. +7 (495) 781 02 02 vam@ufs-federation.com
Алексей Куц Сейлз-трейдера	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 73 02

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 абсолютные 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 исключительно 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.

