

Аэрофлот

Обыкн.	AFLT RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$1,87
Целевая цена	\$3,20 > \$3,00
Потенциал	60%
Свободное обращ.	19%
Капитализация	\$2 082 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 826 млн.
ADT (100 дней)	\$2,7 млн.

Цена на 5 сентября 2011

Трансаэро

Обыкн.	TAER RX
Последняя цена	\$5,98
Спред	0,2%
Индикативная цена	\$6,50 – 7,20
Потенциал*	15%
Выпущенные акции	122 млн.
Свободное обращ.	15% (\$109 млн.)
Капитализация	\$726 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 505 млн.

* На основе среднего значения диапазона индикативной цены

Цена на 5 сентября 2011

ЮТэйр

Обыкн.	UTAR RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$0,47
Целевая цена	\$0,50 > \$0,76
Потенциал	61%
Свободное обращ.	21%
Обыкн.	TMAT RU
Средняя цена	\$0,55
Капитализация	\$272 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 191 млн.
ADT (100 дней)	\$0,1 млн.

Цена на 6 сентября 2011

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Российские авиакомпании Расширение авиапарка компенсирует дороговизну топлива

Высокие цены на нефть, ускоренное расширение авиапарка и хорошие операционные результаты за 7М11 стали основанием для пересмотра наших прогнозов и целевых цен акций Аэрофлота (\$3,00, ПОКУПАТЬ) и ЮТэйр (\$0,76, ПОКУПАТЬ). Мы также начинаем анализ Трансаэро, определяя диапазон индикативной цены в \$6,50–7,20 за акцию. Высокие цены на нефть являются одним из факторов роста ВВП России и способствуют повышению располагаемых доходов населения, что увеличивает спрос на авиаперевозки и в особенности на международные рейсы по основным туристическим направлениям. Если макроэкономические показатели будут стабильными, рост пассажирооборота в 2010–2015 годах, по нашим оценкам, составит около 8% (за 7М11 пассажирооборот увеличился на 11,7% с уровня годичной давности), что должно компенсировать негативный эффект увеличения расходов на топливо. Чтобы воспользоваться потенциалом этого роста, три крупнейших российских авиаперевозчика ускоренными темпами увеличивают свои провозные емкости (в 2011 году прогнозируется прирост на 18–36%), приобретая более экономичные самолеты. Это должно смягчить снижение рентабельности, вызываемое подорожанием топлива, и позволить трем авиакомпаниям к 2013 году довести свою долю рынка до 75%.

■ **Увеличение провозной емкости позволяет снизить операционные расходы, компенсируя высокие цены на нефть.** В 2011 году Аэрофлот увеличит провозные емкости на 17,6%, Трансаэро – на 34,3%, ЮТэйр – на 35,9%, заменяя менее эффективные в эксплуатации самолеты десятками новых Airbus и Boeing. Это должно обеспечить хорошие операционные результаты и ослабить давление на рентабельность, вызываемое ростом цен на топливо. По нашим прогнозам, EBITDAR компаний в 2011 году будет на уровне 2010 года или чуть выше. Полностью эффект обновления авиапарка должен проявиться в 2012 году в виде динамичного роста прибыли и рентабельности. Основной риск для всех трех компаний – стоимость финансирования, т. к. все самолеты берутся в лизинг.

■ **В результате консолидации отрасли три ведущих компании к 2013 году будут контролировать 75% рынка.** После приобретения активов Росавиа (шести региональных авиакомпаний) рыночная доля Аэрофлота должна к 2013 году возрасти до 43%, а три ведущих авиаперевозчика будут контролировать 75% рынка (по сравнению с 40% в 2007 году), в то время как небольшие региональные авиакомпании обанкротятся, не выдержав конкуренции с ведущими авиаперевозчиками из-за низкой топливной эффективности своих самолетов. Это расширит карту маршрутов крупнейших перевозчиков и повысит их рентабельность, а также исключит демпинг на внутреннем рынке.

Михаил Ганелин	+7 (495) 933 9851 Mikhail_Ganelin@troika.ru
Иван Беляев	+7 (495) 933 9853 Ivan_Belyaev@troika.ru
Игорь Васильев	+7 (495) 933 9842 Igor_Vasilyev@troika.ru

- **Лучшая акция – Аэрофлот.** Мы пересмотрели модель оценки Аэрофлота с учетом финансовых результатов за 2010 год по МСФО, в том числе деконсолидации Нордавиа и скорой продажи доли в Терминале D Шереметьево. Импульс к росту акциям компании должна придать публикация результатов за 1П11 по МСФО в конце сентября. По итогам года мы ожидаем EBITDAR, близкую к прошлогодней (\$1,05 млрд.), и высокую чистую прибыль благодаря однократному доходу от продажи активов. Целевая цена (\$3,00 за акцию) рассчитана на основе коэффициента “стоимость предприятия и аренды / EBITDAR 2011о”, принятого равным 6,5, и оценки по ДПДС. Это самая ликвидная бумага в секторе, и мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.
- **Трансаэро – начинаем освещение.** Мы начинаем анализ компании, давая диапазон индикативной цены ее акций в \$6,50–7,20. Целевую цену мы не рассчитываем, т. к. эти бумаги низколиквидны. Бизнес Трансаэро растет быстрее, чем отрасль в целом: средний годовой рост выручки на пассажиро-километр в 2005–2010 годах составил 38% против 11% в среднем по отрасли. Акции Трансаэро могут быть привлекательными в преддверии возможного публичного размещения, но пока они котируются с премией к Аэрофлоту и зарубежным аналогам.

Содержание

Инвестиционное резюме	4
Российские и иностранные авиаперевозчики: обзор сектора	7
Мировой рынок авиаперевозок	7
Российский рынок гражданской авиации	8
Финансовые показатели	10
Российский туристический рынок	12
Сравнительная оценка	13
Описание компаний	
Аэрофлот	16
Оценка: целевая цена снижена из-за высоких цен на нефть	17
Чем определяется оценка Аэрофлота?	20
Избавление от убыточных активов	23
Приобретение активов Росавиа	25
Самолетный парк и наращивание мощностей	26
Финансовые показатели за 2010 год	29
Трансаэро	33
Оценка: индикативная цена вследствие низкой ликвидности акций	34
О компании	35
Расширение самолетного парка: ставка на широкофюзеляжные машины	36
Прогноз финансовых результатов	38
Структура собственности и IPO	41
ЮТэйр	43
Оценка	44
Чем определяется оценка ЮТэйр?	46
Финансовые результаты за 2010 год и прогнозы	50
Планы на 2015 год	52
Структура собственности	52

Инвестиционное резюме

- **Макроэкономические факторы – главная движущая сила российской авиации.** Рост ВВП России способствует повышению располагаемых доходов населения и увеличивает спрос на международные рейсы по основным туристическим направлениям. Согласно прогнозам экономистов Тройки Диалог, в 2011 году рост ВВП составит 4,8%, что соответствует прогнозному увеличению пассажирооборота на 12%. За 7М11 число пассажиров выросло на 11,7% с уровня годичной давности, а пассажирооборот – на 12,4%. По нашим оценкам, при увеличении ВВП на 1 п. п. пассажирооборот будет повышаться на 1,8–2,0 п. п. Наши экономисты ожидают, что в 2011–2015 годах ВВП будет ежегодно расти в среднем на 4%, и мы полагаем, что до 2015 года средний рост пассажирооборота составит 8–10% в год.
- **Эффект повышения цен на авиатопливо должен быть меньшим, чем в 2008 году, благодаря модернизации авиапарка.** Авиационный керосин, в 2010 году стоивший в среднем \$535 за тонну, за 7М11 подорожал на 58,8% до \$850 за тонну, что увеличило расходы авиакомпаний и понизило рентабельность по EBITDAR на 4,6 п. п. с уровня годичной давности. Однако их рентабельность все же намного выше, чем в 2008 году, поскольку Аэрофлот, Трансаэро и ЮТэйр постепенно обновляли свой авиапарк, приобретая более экономичные самолеты Boeing, Airbus и ATR. Ожидается, что в текущем году три авиакомпании увеличат свои провозные емкости соответственно на 17,6%, 34,3% и 35,9% благодаря частичной замене неэффективных самолетов, которая позволит улучшить операционные результаты и смягчит давление на рентабельность, создаваемое высокими ценами на топливо. Мы ожидаем, что в 2011 году EBITDAR будет такой же, как в прошлом году, или чуть выше.
- **Консолидация отрасли позволит трем крупнейшим компаниям к 2013 году контролировать 75% рынка.** После покупки активов Росавиа (шести региональных авиакомпаний) рыночная доля Аэрофлота к 2013 году увеличится до 43%, а доля трех ведущих авиаперевозчиков в сумме достигнет 75% (против 40% в 2007 году), т. к. небольшие региональные авиаперевозчики компании закрываются, не выдерживая конкуренции с крупнейшими операторами. Мы ожидаем, что к 2015 году доля трех лидеров достигнет 85%. Это позволит улучшить операционные результаты, расширить карту маршрутов и повысить рентабельность, а также исключит демпинг со стороны небольших перевозчиков на внутреннем рынке. Кроме того, консолидация должна повысить качество услуг, которое в России сейчас ниже, чем в Европе, и создать потенциал роста доходности.
- **Российские авиалинии в глобальном контексте.** Мы сравнили операционную эффективность российских авиакомпаний и перевозчиков в Европе, Азиатско-Тихоокеанском регионе и Латинской Америке, чтобы оценить потенциал улучшения их показателей. Российские авиакомпании имеют больше сходства с перевозчиками из стран с развивающейся экономикой, чем с европейскими авиакомпаниями (у отечественных операторов ниже число пассажиро-километров и высокая загрузка рейсов, а на топливо тратится больше, чем на персонал). Хороший аналог для Аэрофлота – латиноамериканская LAN Airlines, а Трансаэро лучше всего сравнивать с Thai Airlines и Cathay Pacific Airlines.
- **Аэрофлот – центр консолидации.** Хорошие результаты Аэрофлота за 2010 год по МСФО, избавление от убыточных активов (Нордавиа и Терминала D Шереметьево) и увеличение доли рынка с 27% до 43% благодаря консолидации активов Росавиа создает прочную основу для долгосрочного роста и увеличения прибыли. Эти факторы компенсируют рост цен на авиационное топливо, который в 2011 году может снизить рентабельность по EBITDAR до 19,4%. Мы также полагаем, что у компании могут вырасти расходы на

лизинг. С учетом всего этого мы понизили целевую цену акций Аэрофлота до \$3,00, но сохранили рекомендацию ПОКУПАТЬ. Сейчас коэффициент “стоимость предприятия и аренды / EBITDAR 2011о” у Аэрофлота равен 5,5 (без учета транзитных платежей), что предполагает 15%-й дисконт к аналогам с развивающихся рынков и 28%-й дисконт к LAN Airlines.

- **ЮТэйр – не только самолеты.** По-видимому, инвесторы подходят к оценке ЮТэйр как к обычной авиакомпании с типичными отраслевыми рисками, не уделяя должного внимания чрезвычайно прибыльному вертолетному подразделению, операционная рентабельность которого составляет 40%. Денежные потоки, генерируемые вертолетным сегментом, создают прочный фундамент для быстрого развития авиаперевозок, пассажирооборот которых за январь – июль 2011 года увеличился на 31,2% с уровня годичной давности. ЮТэйр – третий по величине авиаперевозчик в России, его доля рынка равна 7%. Стратегическая цель компании – расширение региональной маршрутной сети и обновление старого, неэкономичного авиапарка путем закупки к 2014 году около 100 новых региональных лайнеров средней дальности производства Boeing, ATR, Bombardier и Sukhoi, что сделает пассажирские авиаперевозки рентабельными. Учитывая хорошие операционные результаты и ускоренное увеличение провозной емкости, мы повышаем целевую цену акций ЮТэйр до \$0,76 и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.
- **Трансаэро – ставка на рост туризма.** За 2005–2010 годы пассажирооборот компании рос в среднем на 38% в год (в среднем по отрасли – на 11%), и она стала вторым по величине российским авиаперевозчиком: по итогам 1П11 ее доля рынка составила 20%. Доля широкофюзеляжных машин в самолетном парке Трансаэро – 60% (это больше, чем у любой другой авиакомпании в Восточной Европе), поскольку компания ставит акцент на развитии бизнеса в сегменте туристических авиаперевозок (где она уже лидирует) и полетов из центральной части России на Дальний Восток, в Китай, США и Канаду. В ближайшие годы Трансаэро планирует провести IPO и направить вырученные средства на дальнейший рост. Коэффициент “стоимость предприятия с учетом аренды / EBITDAR 2011о” у Трансаэро равен 8,1 – на 40% больше, чем у Аэрофлота. Наш диапазон индикативной цены акций Трансаэро – \$6,50–7,20, что на 15% выше текущих котировок.
- **Аэрофлот более чувствителен к резкому повышению цен на нефть, чем Трансаэро и ЮТэйр.** У Аэрофлота выше расход топлива в расчете на кресло-километр, поскольку 72% его парка воздушных судов составляют среднемагистральные самолеты, а у Трансаэро 60% авиапарка приходится на широкофюзеляжные самолеты, у которых выше удельная топливная эффективность. Резкий рост цен на нефть негативно скажется на авиационном сегменте ЮТэйр, поскольку у компании много отечественных самолетов, но этот эффект будет отчасти компенсирован за счет вертолетного сегмента, который выиграет от роста спроса на нефтесервисные услуги.
- **Колебания валютных курсов неоднозначно скажутся на авиаперевозчиках.** Российские авиакомпании в основном приобретают самолеты в лизинг чаще всего за доллары. Таким образом, ослабление рубля должно привести к существенной переоценке валютных долгов компаний. С другой стороны Аэрофлот, Трансаэро и ЮТэйр устанавливают цены на международные рейсы в долларах и евро, а их расходы рублевые, что благоприятно влияет на рентабельность по EBITDAR.
- **Вероятность повышения ставок по лизингу выше у Аэрофлота.** Фактором риска для Аэрофлота, Трансаэро и ЮТэйр является возможное повышение процентных ставок, поскольку условия лизинга предполагают плавающие ставки, привязанные к трехмесячной LIBOR. Согласно результатам за 2010 год, у Аэрофлота самая низкая стоимость лизинга – около 1,5%, тогда как два года назад она составляла 4,0–5,0%. Это намного ниже средней ставки на мировом рынке (3,0–5,0%), и мы полагаем, что в дальнейшем они могут повышаться.

У Трансаэро и ЮТэйр стоимость лизинга составляет около 8,0–10,0%, что намного выше мирового среднего, поэтому риск дальнейшего повышения ставок меньше, чем у Аэрофлота.

- **У акций Аэрофлота высокий бета-коэффициент, а бумаги Трансаэро и ЮТэйр низколиквидны.** Акции Аэрофлота в августе подешевели на 20%: их динамика была хуже, чем Индекса РТС, из-за опасений инвесторов относительно перспектив мировой и российской экономики – а это главные факторы роста российских авиакомпаний. Аэрофлот оказался в лучшем положении, чем европейские авиакомпании, но его акций показали себя хуже, чем бумаги авиаперевозчиков из Азиатско-Тихоокеанского региона и Латинской Америки. Акции Трансаэро и ЮТэйр за август упали в цене лишь на 7–10% по причине низкой ликвидности.

- **Наша оценка основана на коэффициенте “стоимость предприятия и аренды / EBITDAR”.** Важно отметить, что для анализа мы рассчитывали стоимость предприятия с учетом операционного лизинга, который является забалансовой статьей. В отчетности по МСФО и GAAP операционный лизинг будет с 2013 года отражаться как аренда основных средств (капитальный лизинг). Мы оцениваем общий объем операционного лизинга, вычитая ежегодные платежи за лизинг из структуры расходов за 2010 год и умножая их на семь лет (обычный период для такого типа аренды).

Российские и иностранные авиаперевозчики: обзор сектора

Мы проанализировали операционную эффективность ведущих российских и иностранных авиакомпаний, чтобы понять, есть ли у отечественных перевозчиков потенциал дальнейшего улучшения показателей. Иностранных авиаперевозчиков мы делим на три группы: европейские (Lufthansa, Air France – KLM, International Airlines Group, SAS, Turkish Airlines и Finnair), компании из Азиатско-Тихоокеанского региона (South Eastern Airlines, Northern Eastern Airlines, Thai Airlines, Singapore Airlines и Korean Air) и латиноамериканские (LAN Airlines, TAM Airlines и Gol Linhas Aereas). Североамериканские компании в выборку не включены, поскольку авиационный рынок США существенно отличается от других.

Мировой рынок авиаперевозок

Полноценное восстановление мирового рынка авиаперевозок после глобального экономического кризиса началось в 2010 году: по данным Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA), в прошлом году выручка сектора выросла на 15,0% до \$554 млрд. Это лучший показатель с 2005 года, когда выручка увеличилась на 17,7%. Благодаря значительному увеличению пассажиропотока при умеренном подорожании авиатоплива компании отрасли получили в общей сложности \$18 млрд. чистой прибыли при операционной рентабельности в размере 5,5% и чистой рентабельности на уровне 3,2%.

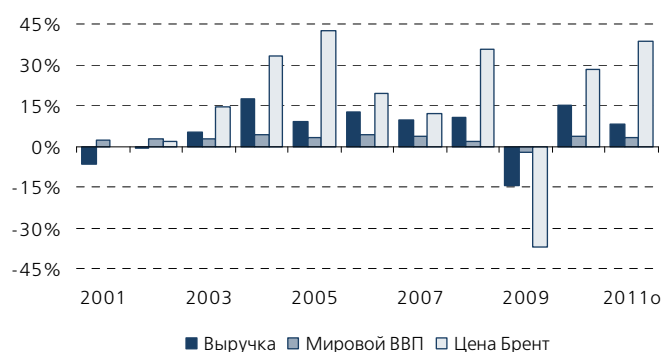
Дальнейшее развитие сектора будет тесно зависеть от темпов восстановления мировой экономики и динамики цен на топливо. По прогнозам МВФ, мировой ВВП в этом году увеличится на 3,8%. Между тем, согласно прогнозам ИАТА, пассажиропоток на регулярных рейсах возрастет на 7,3% до 2,7 млрд. пкм, а консолидированная выручка сектора авиаперевозок составит \$598 млрд., что подразумевает рост на 7,9%. Восстановлению мешает рост цен на нефть, которые в этом году вновь перешагнули отметку в \$100 за баррель. В итоге, по оценкам, операционная рентабельность отрасли в 2011 году снизится до 2,0%, а доля топливных расходов в общей структуре издержек возрастет с 26% до 30%.

Мировой сектор авиаперевозок: финансовые показатели, \$ млрд.



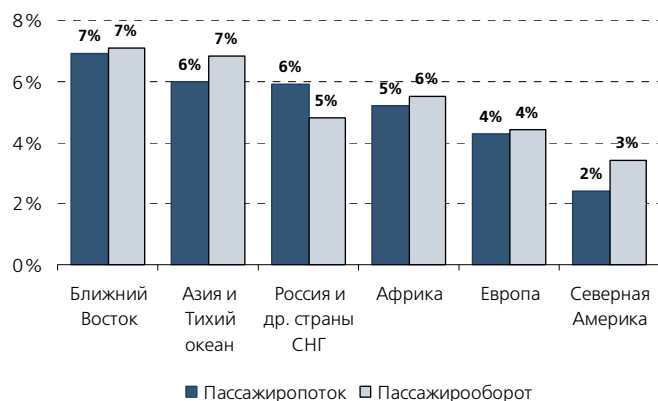
Источник: IATA

Мировой сектор авиаперевозок, мировой ВВП и цена нефти, изменение за год

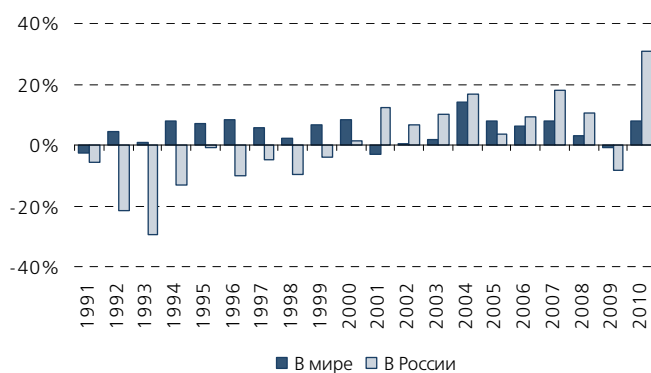


Источник: IATA

По прогнозам Airbus и Boeing, в течение следующих 20 лет самые высокие темпы роста пассажирооборота и пассажиропотока будут наблюдаться в странах Ближнего Востока и Азиатско-Тихоокеанского региона. Россия и страны СНГ будут третьими по темпам роста пассажиропотока: в следующие 20 лет он будет увеличиваться в среднем на 6% в год.

Пассажиропоток и пассажирооборот: средний годовой рост за 2010–2030о

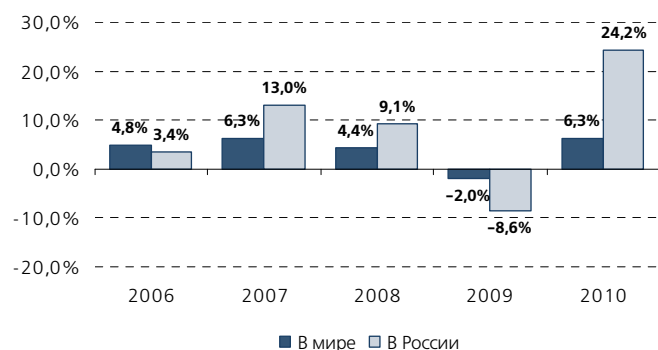
Источник: Boeing, Airbus

Рост пассажирооборота

Источник: IATA, Росстат

Российский рынок гражданской авиации

В 2001–2009 годах средний годовой темп роста пассажирооборота в России составил 8,0%, по сравнению с 4,7% в мире. В 2010 году он достиг 147 млрд. пкм, что очень близко к уровню 1990 года (159 млрд. пкм), при этом грузооборот достиг уровня 1992 года. С января по июль текущего года российским авиакомпаниям удалось увеличить пассажирооборот на 12,4% с уровня годичной давности до 90,2 млрд. пкм.

Предельный пассажирооборот, изменение за год

Источник: ИАТА, Федеральное агентство воздушного транспорта, Тройка Диалог

Пассажирооборот в России, млрд. пкм

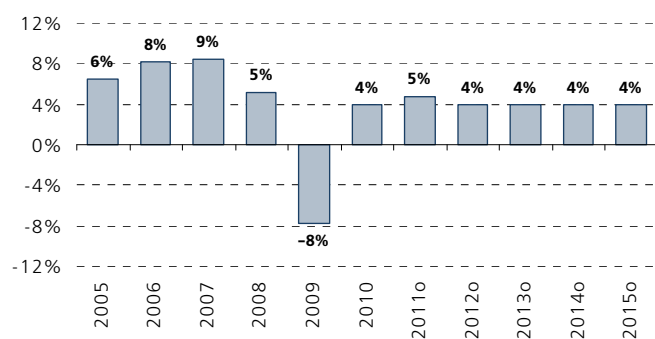
Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта, Тройка Диалог

Операционные показатели российских авиакомпаний

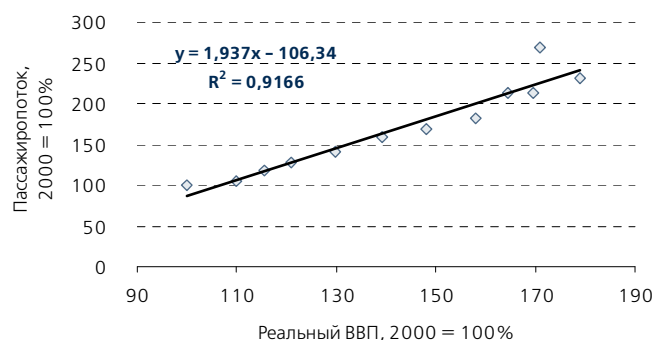
	2009	2010	г / г	1П10	1П11	г / г
Международные рейсы, млрд. пкм	63,4	87,5	38%	38,2	43,2	13%
Внутренние рейсы, млрд. пкм	49	59,6	22%	25,4	28,1	11%
Грузооборот, ткм	3,6	4,7	31%	2,2	2,3	4%
Пассажиропоток, млн. чел.	45,1	56,9	26%	24,6	27,3	11%
Загрузка рейсов	74,0%	78,0%	–	75,9%	74,4%	–

Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта

Динамика пассажирооборота обычно тесно коррелирует с динамикой ВВП. По нашим оценкам, повышение реального ВВП на 1,0 п. п. с уровня 2000 года, принятого равным 100%, увеличивает индекс пассажирооборота на 1,9–2,0 п. п. Прогноз годового роста реального ВВП в 2011–2015 годах – 4,0%, что соответствует увеличению пассажирооборота за этот период на 8,0%. На мировом рынке пассажирских авиаперевозок рост пассажирооборота будет не выше 5,0%.

Рост реального ВВП России

Источник: Росстат, Тройка Диалог

Корреляция между темпами роста пассажиропотока и реального ВВП

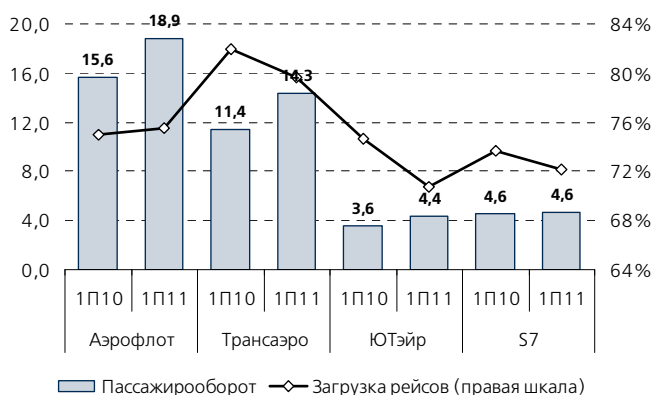
Источник: Тройка Диалог

Крупнейшие авиаперевозчики

С 2005 по 2010 год совокупная доля рынка четырех крупнейших российских авиакомпаний по пассажирообороту – Аэрофлота, Трансаэро, ЮТэйр и S7 – увеличилась с 47% до 57%. В 1П11 она составила 59%. Учитывая планы компаний по расширению мощностей, мы прогнозируем увеличение их совокупной доли рынка до 68% к 2015 году и до 85% с учетом авиакомпаний в составе Росавиа, которые к тому времени перейдут в собственность Аэрофлота.

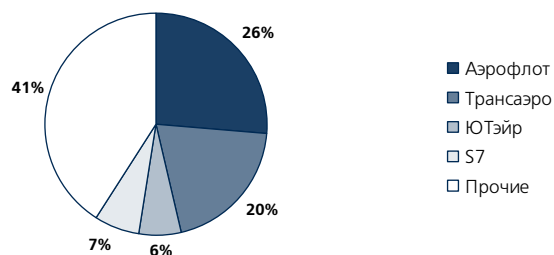
Пассажирооборот по типам рейсов, млрд. пкм

Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта, Тройка Диалог

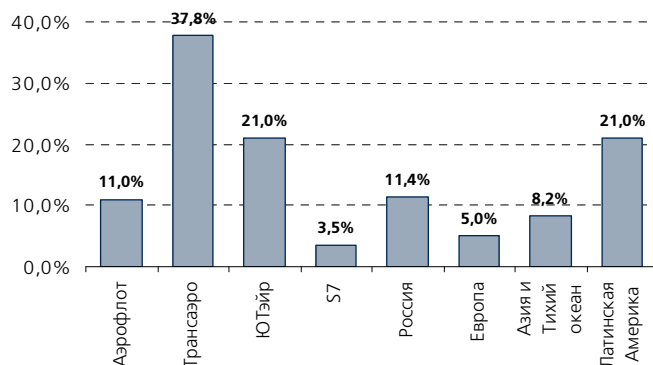
Пассажирооборот и загрузка рейсов

Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта, Тройка Диалог

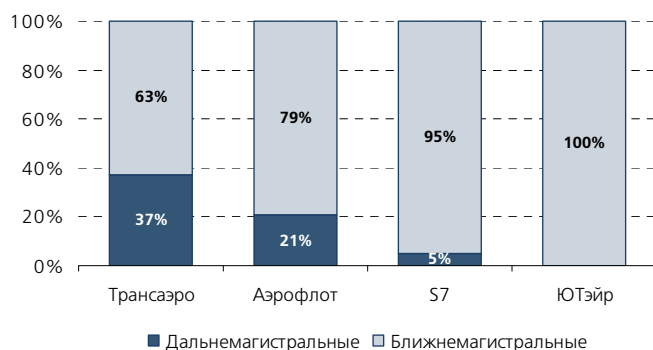
Аэрофлот – крупнейший авиаперевозчик России (26,4% пассажирооборота в конце 1П11). После приобретения активов Росавиа в 2011–2012 годах его доля рынка превысит 40%. Темпы роста выше всего у Трансаэро: в 2005–2010 годах ее пассажирооборот ежегодно увеличивался в среднем на 38%, а доля рынка в 1П11 равнялась 20%.

Доли рынка российских авиакомпаний по пассажирообороту в 1П11

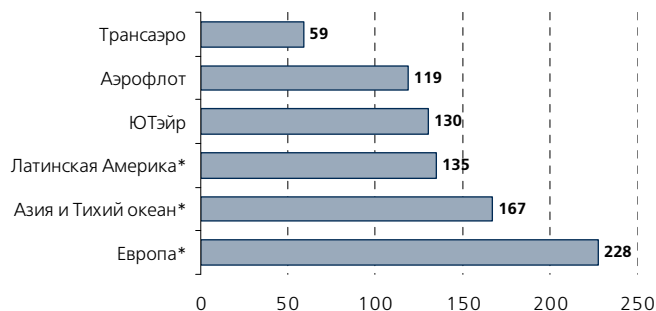
Источник: Федеральное агентство воздушного транспорта

Средний годовой рост пассажирооборота за 2005–2010 годы

Источник: компании, Тройка Диалог

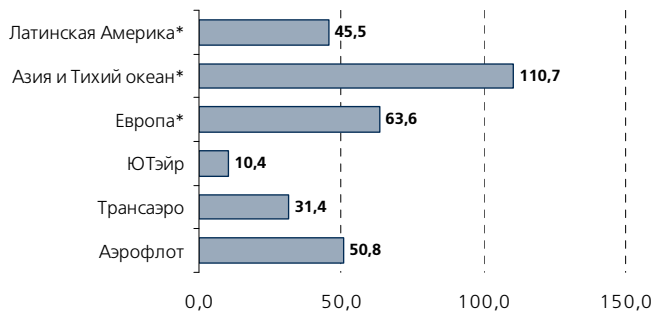
Структура авиапарка по типу самолетов в 2010 году

Источник: компании, Тройка Диалог

Число эксплуатируемых самолетов в 2010 году

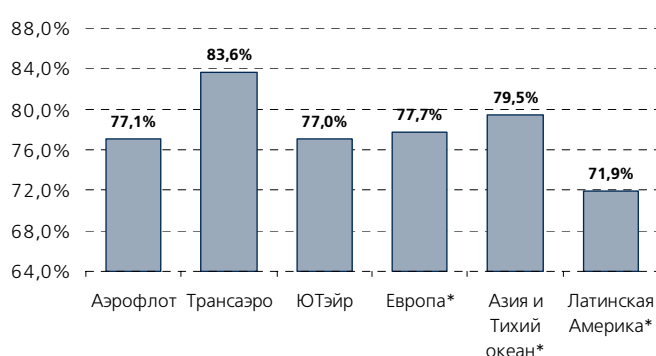
* Медианное значение.

Источник: компании, Тройка Диалог

Предельный пассажирооборот в 2010 году, млрд. ккм

* Медианное значение.

Источник: компании, Тройка Диалог

Загрузка рейсов в 2010 году

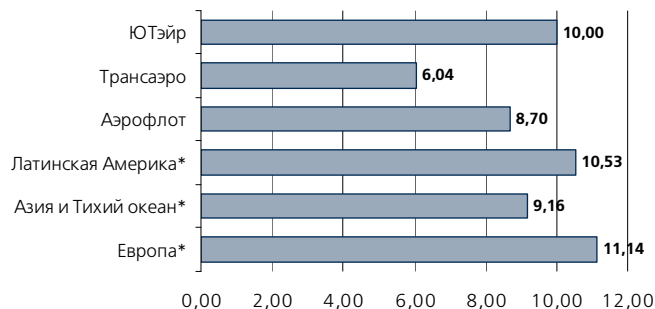
* Медианное значение.

Источник: компании, Тройка Диалог

Финансовые показатели

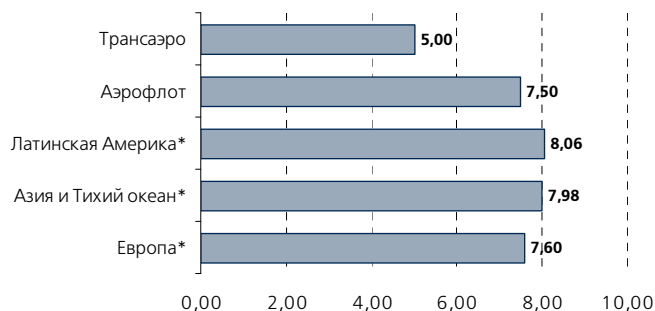
Выручка в расчете на один пассажирокилометр у российских авиакомпаний близка к значению этого показателя у авиаперевозчиков Азиатско-Тихоокеанского региона и стран Латинской Америки. В 2010 году у Аэрофлота она составила 8,7 цента, у LAN Airlines – 9,4 цента, у Korean Air – 9,07 цента, у China Southern Airlines – 9,16 цента. У Трансаэро выручка на один пассажирокилометр в 2010 году составила 6,04 цента. Это близко к уровню Thai Airways (около 6,0 центов) и Cathay Pacific Airways (7,8 цента) – все три компании отличаются большой долей широкофюзеляжных самолетов в авиапарке и специализацией на дальнемагистральных рейсах.

Операционные расходы Аэрофлота в расчете на предельный пассажирооборот такие же, как у европейских авиаперевозчиков (по нашим оценкам, около 7,5-8,0 центов за креслокилометр), а у Трансаэро они значительно ниже – 5,0–6,0 благодаря большой доле широкофюзеляжных самолетов (60%), у которых ниже удельные эксплуатационные расходы.

Выручка на один пассажирокилометр в 2010 году, центы

* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

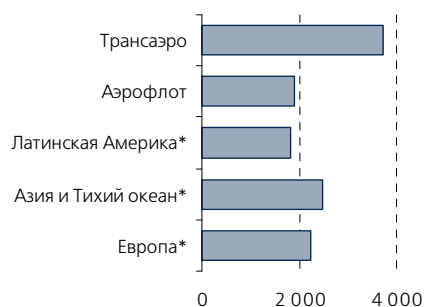
Операционные расходы / предельный пассажирооборот в 2010 году, центы

* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

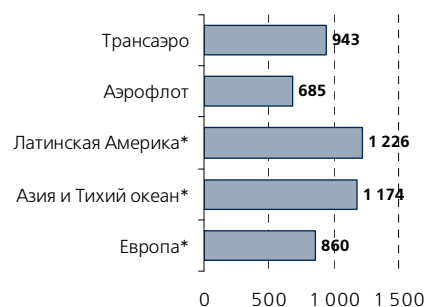
РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ

У европейских авиаперевозчиков доля расходов на персонал, как правило, выше, чем доля расходов на авиатопливо. Средняя месячная зарплата варьирует от \$6 300 у Lufthansa до \$10 000 у SAS. У компаний из Азиатско-Тихоокеанского региона расходы на персонал – вторая по величине статья затрат после топлива. Средняя зарплата в Chinese Southern Airlines составляет \$1 500, в Jet Airways India – \$2 200, в Cathay Pacific Airways и Qantas – \$7 300. Средняя зарплата в LAN Airlines – \$3 500. Российские авиаперевозчики платят своим сотрудникам в среднем \$3 000 – 3 500 в месяц, что значительно ниже европейского уровня, при этом доля расходов на персонал составляет 18–20% против 25–35% у европейских аналогов.

Пассажирооборот на одного сотрудника, тыс. пкм

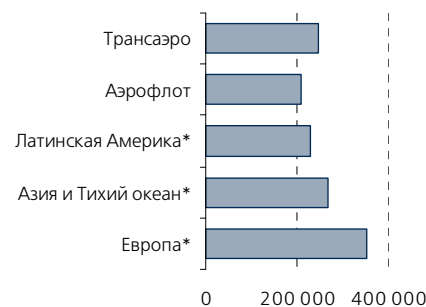
* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

Пассажиропоток на одного сотрудника, чел.

* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

Выручка на одного сотрудника, \$

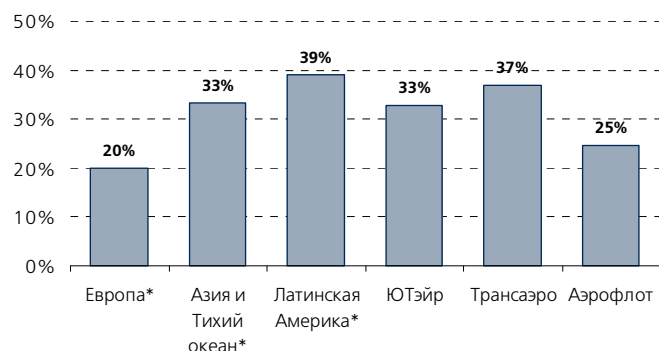
* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

РАСХОДЫ НА ТОПЛИВО

Доля расходов на авиатопливо в совокупных операционных расходах у Аэрофлота составляет 25%, у Трансаэро – 37% по сравнению с 20% в европейских авиакомпаниях и 33–39% у авиаперевозчиков Азиатско-Тихоокеанского региона и Южной Америки.

Доля расходов на топливо в общих операционных расходах в 2010 году



* Медианное значение.

Источник: компании, Bloomberg, Тройка Диалог

РАСХОДЫ НА ЛИЗИНГ

Расходы на финансовый лизинг у российских и международных авиакомпаний сильно разнятся. У европейских авиаперевозчиков ставка в среднем равна 3–5%. Аэрофлот получает воздушные суда по ставке ниже 1,5% под гарантии экспортных агентств Европы и США. Это практически самая низкая ставка в мире. У ЮТэйр ставка начинается от 4% по отдельным контрактам. Трансаэро платит по очень высокой ставке – она доходит до 10%.

Российский туристический рынок

Один из главных факторов роста российского рынка авиаперевозок – развитие туризма. В 2010 году за рубеж выехало, пользуясь различными видами транспорта, 39,3 млн. человек, что составляет лишь 27,7% населения страны (142 млн.). По нашим оценкам, около 85–90% поездок было совершено с туристическими целями, остальные были деловыми или образовательными. В 2005–2010 годах число зарубежных поездок ежегодно увеличивалось на 8,3%, в 2009 году рост составил 5,6%, а в 2010 году восстановился до 14,7%. Самое популярное направление – Финляндия (8,6%), т. к. она граничит с Россией на северо-западе и является воротами в другие европейские страны, особенно при автомобильных и автобусных поездках. Далее по степени популярности следуют Турция (7,7%) и Египет (6,5%). Китай, также имеющий с Россией общую границу, – четвертое по величине туристическое направление (5,8%).

Туристические поездки за пределы России

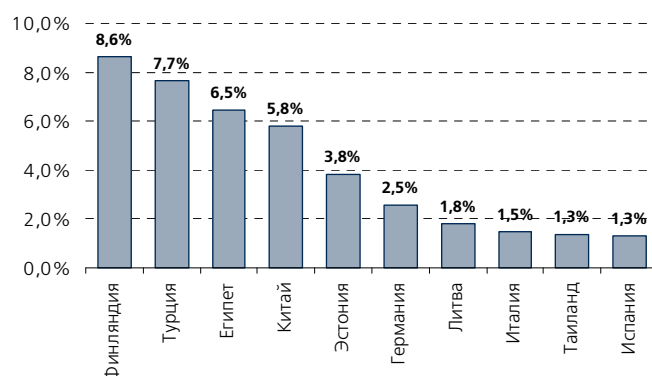
Источник: Росстат, Тройка Диалог

Число поездок по типу транспорта, млн.

* 2005 год = 100%.

Источник: Росстат, Тройка Диалог

Быстрее всего растет сегмент поездок авиационным транспортом: их доля увеличилась с 29% в 2005 году до 40% в 2010. За последние пять лет число туристов, летающих самолетом, увеличилось на 80%: рост располагаемых доходов позволяет посещать удаленные популярные курорты, добраться до которых поездом невозможно. Доля железнодорожных поездок, напротив, сократилась с 24,4% в 2005 году до 15,5% в 2010.

Самые популярные туристические направления для поездок из России

Источник: Министерство туризма РФ

Сравнительная оценка

В мире много публичных авиакомпаний, что упрощает их сравнительную оценку. Иностранных авиаперевозчиков мы делим на три группы: европейские, компании из Азиатско-Тихоокеанского региона и латиноамериканские, а североамериканские компании в выборку не включаем, т. к. авиационный рынок США имеет ряд важных отличий от других.

Согласно новым стандартам отчетности по МСФО, начиная с 2013 года операционный лизинг будет классифицироваться в балансовых отчетах авиаперевозчиков так же, как финансовый лизинг. Поэтому мы используем коэффициент "стоимость предприятия и аренда / EBITDAR", в котором расходы на операционный лизинг в 2010 году из статьи операционных

расходов переносятся в показатель стоимости предприятия с коэффициентом 7,0 (средний период использования операционного лизинга).

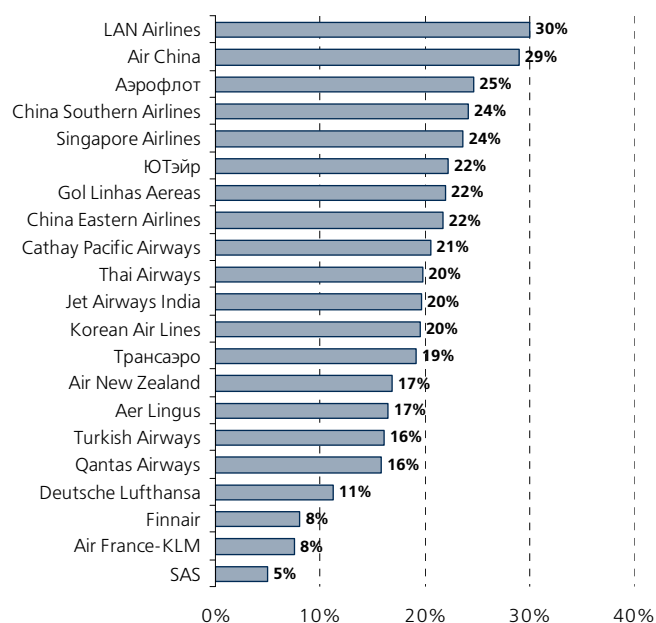
Значение коэффициента $EVR / EBITDAR$ 2011о у мировых авиаперевозчиков составляет в среднем 6,8 (и совпадает со значением коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA”), а коэффициент “цена / прибыль” – 12,2.

Сравнительная оценка

Страна		Капит. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/S		EVR/EBITDAR		P/S		P/E		Рентаб. EBITDA		CAGR 2011E-2013o		
				2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	Выручка	EBITDA	Чист. приб.
Развитые страны																
Aer Lingus	Ирландия	462	888	0,55	0,46	5,4	5,4	0,29	0,24	8,3	9,5	11,6%	9,6%	7,9%	3,3%	7,2%
Air France-KLM	Франция	2 510	11 991	0,38	0,33	5,6	5,0	0,08	0,07	neg	20,8	8,3%	8,3%	9,1%	90,2%	-162,3%
Deutsche Lufthansa	Германия	6 835	9 230	0,25	0,20	2,6	2,4	0,19	0,15	9,3	6,7	11,3%	9,7%	9,3%	8,7%	-7,0%
Finnair	Финляндия	515	802	0,30	0,24	6,8	4,4	0,19	0,15	neg	20,6	4,5%	6,7%	10,1%	27,9%	-214,6%
International Airlines Group	Великобр.	4 609	9 133	0,47	0,36	—	—	0,23	0,18	8,5	6,3	12,8%	11,4%	10,3%	32,5%	99,5%
SAS	Швеция	678	4 171	0,74	0,60	8,8	8,2	0,12	0,10	16,7	8,8	7,4%	6,7%	8,3%	158,1%	-178,4%
Turk Hava Yollari	Турция	1 657	4 527	0,81	0,61	7,0	5,7	0,30	0,22	15,4	6,2	11,5%	11,5%	15,0%	18,3%	23,6%
Среднее				0,50	0,40	6,0	5,2	0,20	0,16	11,7	11,3	9,6%	9,1%	10,0%	48,4%	-61,7%
Медиана				0,47	0,36	6,2	5,2	0,19	0,15	9,3	8,8	11,3%	9,6%	9,3%	27,9%	-7,0%
Азиатско-Тихоокеанский регион																
China Eastern Airlines	Китай	1 649	4 570	1,04	0,86	7,0	6,5	0,38	0,31	6,5	5,7	15,0%	13,7%	8,2%	1,6%	17,1%
China Southern Airlines	Китай	7 701	11 089	0,96	0,80	6,3	5,8	0,67	0,56	8,3	7,9	15,7%	14,2%	9,0%	0,6%	-16,7%
Malaysian Airline System	Малайзия	7 961	16 945	1,55	1,17	8,4	7,6	0,73	0,55	13,0	12,9	17,7%	15,0%	13,0%	10,9%	-1,6%
Cathay Pacific Airways	Гонконг	9 924	17 700	1,57	1,12	7,5	7,1	0,88	0,63	10,8	11,4	20,6%	15,6%	15,9%	11,7%	5,3%
Thai Airways International	Таиланд	3 676	13 895	1,40	1,14	8,5	7,4	0,37	0,30	6,9	6,4	16,2%	15,4%	9,7%	6,1%	14,9%
Korean Air Lines	Ю. Корея	1 692	2 569	0,64	0,51	10,7	7,0	0,42	0,33	отр.	отр.	1,7%	7,2%	10,6%	61,7%	22,4%
Asiana Airlines	Ю. Корея	10 524	5 904	0,54	0,44	3,5	3,1	0,96	0,79	16,0	11,7	19,3%	18,2%	16,3%	15,4%	92,4%
Singapore Airlines	Сингапур	1 879	5 895	1,03	0,82	6,2	5,3	0,33	0,26	13,4	7,8	17,0%	16,1%	10,5%	8,6%	-15,4%
Среднее				1,09	0,86	7,2	6,2	0,59	0,47	10,7	9,1	15,4%	14,4%	11,6%	14,6%	14,8%
Медиана				1,04	0,84	7,2	6,7	0,54	0,44	10,8	7,9	16,6%	15,2%	10,6%	9,8%	10,1%
Латинская Америка																
Gol Linhas Aereas	Бразилия	1 882	3 137	0,79	0,60	6,8	4,9	0,47	0,36	>100	14,4	11,8%	14,9%	12,4%	14,9%	23,6%
LAN Airlines	Чили	6 479	8 753	1,99	1,39	7,6	6,4	1,48	1,03	15,1	13,5	26,1%	21,8%	16,7%	н/д	2,3%
TAM	Бразилия	3 242	6 735	1,04	0,76	—	—	0,50	0,37	22,9	22,9	10,8%	11,1%	14,4%	9,2%	-8,2%
Среднее				1,27	0,92	7,2	5,7	0,82	0,59	19,0	16,9	16,3%	16,0%	14,5%	12,0%	5,9%
Медиана				1,04	0,76	7,2	5,7	0,50	0,37	19,0	14,4	11,8%	14,9%	14,4%	12,0%	2,3%
Среднее по миру				0,89	0,69	6,8	5,8	0,48	0,37	12,2	11,4	13,3%	12,6%	11,5%	28,2%	-16,4%
Россия																
Аэрофлот	Россия	2 082	2 826	0,53	0,60	5,6	4,5	0,39	0,34	7,5	5,7	13,1%	15,4%	17,8%	14,0%	31,1%
Трансаэро	Россия	265	2 183	1,05	1,10	5,1	3,6	0,13	0,11	40,7	4,7	10,6%	14,9%	25,5%	35,4%	135,2%
ЮТэйр	Россия	726	2 505	1,01	0,89	8,1	6,3	0,29	0,25	—	—	9,0%	9,2%	21,9%	2,2%	24,0%

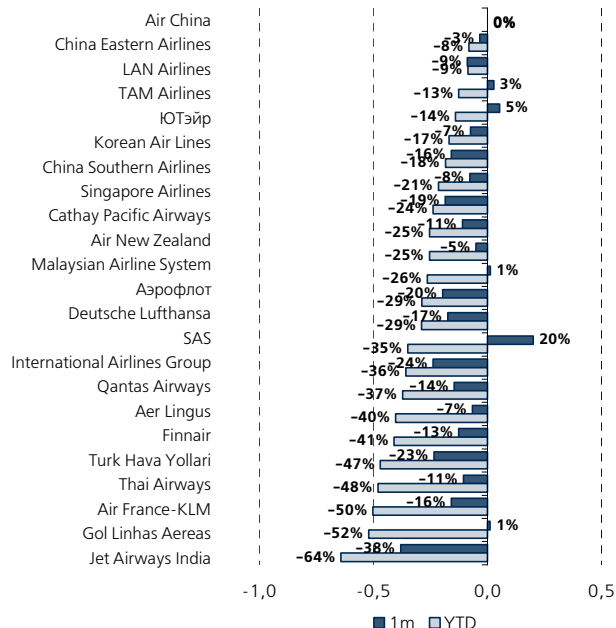
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Рентабельность по EBITDAR в 2010 году



Источник: Bloomberg, компании, Тройка Диалог

Динамика цены акций



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Описание компаний

Обыкн.	AFLT RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$1,87
Целевая цена	\$3,20 > \$3,00
Потенциал	60%
Свободное обрац.	19%
Капитализация	\$2 082 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 826 млн.
ADT (100 дней)	\$2,7 млн.
Цена на 5 сентября 2011	

Важнейшие показатели

	2009	2010	2011о	2012о
Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.				
Выручка	3 346	4 319	5 382	6 096
EBITDA	461	727	707	936
Операц. приб.	278	499	511	720
Чистая прибыль	89	278	305	377
EPS, цент	7,73	22,80	24,97	33,02
Рентабельность				
по EBITDA	14%	17%	13%	15%
по операц. приб.	8%	12%	9%	12%
по чист. приб.	-1%	3%	1%	4%
Коэффициенты				
Цена / выручка	0,6	0,5	0,4	0,3
Ст. предпр./EBITDA	8,2	4,8	4,0	3,9
Цена / прибыль	24,3	8,2	7,5	5,7
Цена / ден. поток	58,9	3,1	5,6	3,5
Рост				
Выручка	-27%	29%	25%	13%
EBITDA	-11%	58%	-3%	32%
EPS	260%	195%	10%	32%

Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	УТД
Обыкн.	-17,2	-25,7	-28,8	-27,4
По отношению к РТС	-5,1	-10,9	-7,7	-24,1

Динамика цены акций, \$

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Аэрофлот

Хорошая динамика прибыли Аэрофлота по МСФО в 2010 году, продажа убыточных активов (в частности Нордавиа и Терминал D в Шереметьево), а также продолжающийся рост доли рынка – с 27% до 40% – за счет консолидации Росавиа частично компенсируют повышение цен на авиатопливо, которое чревато снижением рентабельности по EBITDAR в 2011 году до 19,4%. Мы также допускаем возможность увеличения лизинговых расходов. Совокупность этих факторов обусловила понижение целевой цены акций Аэрофлота до \$3,00, но мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ, поскольку ожидаем от компании продолжения долгосрочного роста и увеличения прибыли. Текущее значение коэффициента EVR / EBITDAR 2011о без учета роялти составляет 5,6 – это на 19% ниже, чем у мировых аналогов. Дисконт к латиноамериканской LAN Airlines, которую мы считаем ближайшим аналогом Аэрофлота, равен 29%.

■ **Влияние роста цен на авиатопливо будет менее значительным, чем в 2008 году.** В прошлом году авиатопливо стоило в среднем \$535 за тонну, а по итогам января – июля 2011 года оно подорожало на 58,8% до \$850 за тонну. Ожидается, что доля затрат на топливо в структуре совокупных расходов Аэрофлота повысится с 24,6% в 2010 году до 31% в 2011, а рентабельность по EBITDAR снизится до 19,4%. Впрочем, последний показатель значительно превышает уровень 2008 года (11,2%) – с тех пор компания повысила топливную эффективность по меньшей мере на 20%, прекратив эксплуатацию устаревшей авиатехники.

■ **Продажа убыточных активов укрепила финансовое состояние компании.** Наш прогноз чистой прибыли Аэрофлота за 2011 год – \$304 млн., из которых \$120 млн. составят поступления от продажи 100% акций Нордавиа и 31%-й доли в ТЗК “Шереметьево”. Кроме того, к концу года компания планирует избавиться от задолженности Терминала D на сумму \$840 млн. путем обмена активами с аэропортом Шереметьево, сэкономив таким образом \$77 млн. на будущих процентах. При этом мы ожидаем роста стоимости финансового лизинга до европейских уровней в 4–5% (в последние два года она составляла для Аэрофлота 1,5%).

■ **Консолидация Росавиа – долгий, но перспективный процесс.** С учетом шести региональных перевозчиков рыночная доля Аэрофлота вырастет с 27% до 43%, и он станет по-настоящему национальным авиаперевозчиком. За активы Росавиа Аэрофлот расплатился своими акциями (3,61%), и их приобретение, на наш взгляд, не ведет к размыванию стоимости компании, хотя Росавиа завершила 2010 год с большим операционным убытком при выручке около \$1,5 млрд. Через несколько лет станет ясно, способен ли Аэрофлот сделать эти компании прибыльными и обеспечить дополнительный рост своей стоимости в преддверии приватизации государственного пакета его акций (после 2015 года).

■ **Оценка.** Сейчас Аэрофлот котируется с 19%-м дисконтом к зарубежным аналогам по коэффициенту EVR / EBITDAR 2011о (6,5). Дисконт к латиноамериканской LAN Airlines (7,6), которую мы считаем ближайшим аналогом Аэрофлота, составляет 29%. Целевая цена акций Аэрофлота представляет собой среднее арифметическое двух оценок – по коэффициенту EVR / EBITDAR 2011о и методом ДПДС (средневзвешенная стоимость капитала – 9,0%, долгосрочные темпы роста – 3,0%). Обе оценки скорректированы с учетом получаемых Аэрофлотом “пролетных денег”, которым придается слишком большое значение и которые заставляют инвесторов нервничать в связи приближающимся вступлением России в ВТО. В 2010 году вклад этих платежей в EBITDAR Аэрофлота составил около 10%, а в чистую прибыль – 43%, но если данные поступления прекратятся, это отнюдь не будет угрожать финансовым показателям компании, как многие склонны полагать. Краткосрочный катализатор роста акций – публикация отчетности за 1П11 по МСФО, которая ожидается в конце сентября.

Оценка: целевая цена снижена из-за высоких цен на нефть

Со времени публикации нашего последнего обзора по Аэрофлоту (в июне 2010 года) произошло много событий, из-за которых нам пришлось существенно изменить модель оценки компании. В мае 2011 года Аэрофлот представил отличные финансовые результаты по МСФО за 2010 год и сообщил о выводе из своей структуры ряда активов, включая Нордавиа и Терминал D в Шереметьево (он должен быть передан Международному аэропорту “Шереметьево” к концу 2011 года в обмен на миноритарную долю в аэропорту). Позитивное влияние этих факторов было нивелировано ростом цен на авиатопливо на 58,8%. В связи с этим мы ожидаем снижения рентабельности по EBITDAR, в 2010 году составившей 24,7%, до 19,4% по итогам 2011 года. Новая целевая цена акций Аэрофлота, равная \$3,00, является средним арифметическим двух оценок – по ДПДС и по коэффициенту EVR / EBITDAR, моделируемому на 2011 год. Она предполагает наличие 50%-го потенциала роста котировок с текущих уровней и соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ.

Расчет целевой цены, \$ / акция

	Параметры оценки	Вес в оценке	Целевая цена, \$ / акция
ДПДС	Средневзвешенная стоимость капитала – 9,0%, долгосрочные темпы роста – 3%.	50%	3.24
EVR / EBITDAR	6,5 по моделируемому на 2011 год EBITDAR	50%	2.72
Итоговая целевая цена			3.0
Потенциал роста			50%

Источник: Тройка Диалог

ОЦЕНКА ПО ФИНАНСОВЫМ КОЭФФИЦИЕНТАМ

Для оценки стоимости акций Аэрофлота мы применяем моделируемое на 2011 год значение коэффициента “EVR / EBITDAR” – 6,5, что близко к среднему значению по зарубежным авиаперевозчикам. Чтобы оценить акционерный капитал компании, мы применили скорректированный прогноз EBITDAR на 2011 год, не учитывая получаемые от европейских перевозчиков Аэрофлотом роялти (около \$120 млн. в год) – их дисконтированную стоимость мы моделируем отдельно.

Важно отметить, что в рамках нашего анализа мы рассчитываем стоимость предприятия с учетом операционного лизинга, который составляет внебалансовую статью расходов. Подчеркнем, что с 2013 года в отчетности по МСФО операционный лизинг будет отражаться в балансе также как и финансовый. Дисконтированную сумму платежей по операционному лизингу мы оцениваем в \$2,1 млрд.

Чтобы рассчитать целевую цену, мы учли сумму роялти за период до 2013 года, дисконтированную по ставке 5% (вклад в оценку – \$0,28 на акцию) и пакет казначейских акций компа-

нии (6,77%). Результат оценки по финансовому коэффициенту – \$2,72 за акцию, что на 36% выше текущей рыночной цены. Это соответствует скорректированному коэффициенту “цена / прибыль” в размере 12,0, что близко к его среднему значению у иностранных авиакомпаний.

Сравнительная оценка

	Страна	Капит., \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/S		EVR/EBITDAR		P/S		P/E		Рентаб. EBITDA		CAGR 2011-2013o		
				2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	2011o	2012o	Выручка	EBITDA	Чист. приб.
Аналоги с развитых рынков																
Aer Lingus	Ирландия	462	888	0,55	0,46	5,4	5,4	0,29	0,24	8,3	9,5	11,6%	9,6%	7,9%	3,3%	7,2%
Air France-KLM	Франция	2 510	11 991	0,38	0,33	5,6	5,0	0,08	0,07	отр.	20,8	8,3%	8,3%	9,1%	90,2%	-162,3%
Deutsche Lufthansa	Германия	6 835	9 230	0,25	0,20	2,6	2,4	0,19	0,15	9,3	6,7	11,3%	9,7%	9,3%	8,7%	-7,0%
Finnair	Финляндия	515	802	0,30	0,24	6,8	4,4	0,19	0,15	отр.	20,6	4,5%	6,7%	10,1%	27,9%	-214,6%
International Airlines Group	Великобр.	4 609	9 133	0,47	0,36	–	–	0,23	0,18	8,5	6,3	12,8%	11,4%	10,3%	32,5%	99,5%
SAS	Швеция	678	4 171	0,74	0,60	8,8	8,2	0,12	0,10	16,7	8,8	7,4%	6,7%	8,3%	158,1%	-178,4%
Turk Hava Yollari	Турция	1 657	4 527	0,81	0,61	7,0	5,7	0,30	0,22	15,4	6,2	11,5%	11,5%	15,0%	18,3%	23,6%
Среднее				0,50	0,40	6,0	5,2	0,20	0,16	11,7	11,3	9,6%	9,1%	10,0%	48,4%	-61,7%
Медиана				0,47	0,36	6,2	5,2	0,19	0,15	9,3	8,8	11,3%	9,6%	9,3%	27,9%	-7,0%
Азиатско-Тихоокеанский регион																
China Eastern Airlines	Китай	1 649	4 570	1,04	0,86	7,0	6,5	0,38	0,31	6,5	5,7	15,0%	13,7%	8,2%	1,6%	17,1%
China Southern Airlines	Китай	7 701	11 089	0,96	0,80	6,3	5,8	0,67	0,56	8,3	7,9	15,7%	14,2%	9,0%	0,6%	-16,7%
Malaysian Airline System	Малайзия	7 961	16 945	1,55	1,17	8,4	7,6	0,73	0,55	13,0	12,9	17,7%	15,0%	13,0%	10,9%	-1,6%
Cathay Pacific Airways	Гонконг	9 924	17 700	1,57	1,12	7,5	7,1	0,88	0,63	10,8	11,4	20,6%	15,6%	15,9%	11,7%	5,3%
Thai Airways International	Таиланд	3 676	13 895	1,40	1,14	8,5	7,4	0,37	0,30	6,9	6,4	16,2%	15,4%	9,7%	6,1%	14,9%
Korean Air Lines	Ю. Корея	1 692	2 569	0,64	0,51	10,7	7,0	0,42	0,33	отр.	отр.	1,7%	7,2%	10,6%	61,7%	22,4%
Asiana Airlines	Ю. Корея	10 524	5 904	0,54	0,44	3,5	3,1	0,96	0,79	16,0	11,7	19,3%	18,2%	16,3%	15,4%	92,4%
Singapore Airlines	Сингапур	1 879	5 895	1,03	0,82	6,2	5,3	0,33	0,26	13,4	7,8	17,0%	16,1%	10,5%	8,6%	-15,4%
Среднее				1,09	0,86	7,2	6,2	0,59	0,47	10,7	9,1	15,4%	14,4%	11,6%	14,6%	14,8%
Медиана				1,04	0,84	7,2	6,7	0,54	0,44	10,8	7,9	16,6%	15,2%	10,6%	9,8%	10,1%
Латинская Америка																
Gol Linhas Aereas	Бразилия	1 882	3 137	0,79	0,60	6,8	4,9	0,47	0,36	–	14,4	11,8%	14,9%	12,4%	14,9%	23,6%
LAN Airlines	Чили	6 479	8 753	1,99	1,39	7,6	6,4	1,48	1,03	15,1	13,5	26,1%	21,8%	16,7%	–	2,3%
TAM	Бразилия	3 242	6 735	1,04	0,76	–	–	0,50	0,37	22,9	22,9	10,8%	11,1%	14,4%	9,2%	-8,2%
Среднее				1,27	0,92	7,2	5,7	0,82	0,59	19,0	16,9	16,3%	16,0%	14,5%	12,0%	5,9%
Медиана				1,04	0,76	7,2	5,7	0,50	0,37	19,0	14,4	11,8%	14,9%	14,4%	12,0%	2,3%
Среднемировой показатель				0,89	0,69	6,8	5,8	0,48	0,37	12,2	11,4	13,3%	12,6%	11,5%	28,2%	-16,4%
Аэрофлот*	Россия	2 082	2 826	0,53	0,60	5,5	4,6	0,39	0,34	7,5	5,7	13,1%	15,4%	17,8%	14,0%	31,1%
Дисконт				-41%	-12%	-19%	-20%	-19%	-7%	-39%	-50%	–	–	–	–	–

* Без учета роялти.

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Оценка по финансовым коэффициентам, \$ млн.

Расчетный коэффициент “EVR / EBITDAR”	6,5
Скорректированный прогноз EBITDAR за 2011 год (без транзитных платежей)	930
Стоимость предприятия	6 043
Чистый долг в 2010 году	1 387
Операционный лизинг	2 139
Акционерный капитал	2 518
С учетом транзитных платежей (до конца 2013 года)	294
Число акций, млн. шт.	1 111
Число казначейских акций (6,77%), млн. шт.	75
Оценочное число акций, млн. шт.	1 035
Целевая цена, \$ / акция	2,72

Источник: Тройка Диалог

Текущее значение коэффициента “EVR / EBITDAR 2011o” у Аэрофлота равно 5,5 – на 20% ниже среднего мирового показателя. Дисконт к LAN Airlines, которую мы считаем наиболее сопоставимым зарубежным аналогом Аэрофлота, составляет 29%.

Насколько похожи Аэрофлот и LAN Airlines?

На наш взгляд, у двух компаний много общего как с точки зрения основной деятельности, так и с точки зрения их финансовых показателей.

■ Обе компании работают на крупных развивающихся рынках – в России и Бразилии.

- И для России, и для Латинской Америки в силу географических причин авиаперевозки зачастую являются единственным приемлемым видом транспорта. Конкурентная среда в России и Латинской Америке также имеет определенные общие характеристики: на обеих рынках доминируют несколько крупных и десятки мелких перевозчиков. Этим российский и латиноамериканский рынки существенно отличаются от Европы, где конкуренция между авиакомпаниями очень намного выше.
- У обеих компаний сопоставимый по размеру и возрасту авиапарк, а также схожие операционные показатели, такие как предельный пассажирооборот, выручка на единицу пассажирооборота, коэффициент загрузки рейсов и численность персонала.
- Аэрофлот и LAN Airlines схожи по динамике и объему выручки, а также по уровню рентабельности по EBITDAR.

В ЧЕМ ОТЛИЧИЯ?

- LAN Airlines находится в процессе слияния с TAM (вторым по величине авиаперевозчиком в Латинской Америке), поэтому ее рыночные коэффициенты значительно выше среднего по мировой отрасли уровня.
- Долговая нагрузка LAN Airlines ниже, чем Аэрофлота.
- Для LAN Airlines гораздо большее значение имеют грузоперевозки – они приносят ей 28% выручки (Аэрофлоту – лишь 7%).
- Руководство LAN обладает многолетним опытом успешного управления компанией, а менеджмент Аэрофлота сменился относительно недавно – в 2009 году, что обуславливает дополнительные риски успешной реализации проектов.

Сравнение Аэрофлота и LAN Airlines

	Аэрофлот	LAN
Капитализация, \$ млн.	2 221	6 479
Стоимость предприятия, \$ млн.	5 747	8 753
Предельный пассажирооборот в 2010 году, млн. ккм	50 807	42 355
Пассажирооборот в 2010 году, млн. пкм	39 173	33 147
Пассажиропоток в 2010 году, млн. чел.	14 070	17 293
Загрузка рейсов в 2010 году	77%	78%
Удельная выручка, центы	8,7	9,4
Средний рост выручки в 2003-2010 годах	14,10%	15,30%
Структура выручки (пассажирские рейсы / грузовые рейсы / прочее), %	79/7/14	69/28/3
EBITDAR в 2010 году, \$ млн.	1 065	1 063
Рентабельность	22%	23,5%
Число самолетов	119	131
Средний возраст самолетов	6,0	6,0
Число сотрудников	20 541	18 961

Источник: компании, Тройка Диалог

У LAN Airlines коэффициент “EVR / EBITDAR 2011o” равен 7,6. Аэрофлот такого уровня, на наш взгляд, не заслуживает, поскольку у нового руководства пока небольшой послужной список, перспективы купленных у Росавиа активов покажет время, а сам Аэрофлот по-прежнему контролируется государством, что создает политические риски. Однако не исключено, что в долгосрочной перспективе Аэрофлот сможет повторить успех LAN Airlines.

ОЦЕНКА ДПДС

Мы скорректировали прогнозы, заложенные в модель оценки Аэрофлота методом ДПДС, и получили фундаментальную стоимость в размере \$3,24 за акцию.

- По нашим прогнозам, в 2011 году средняя цена авиатоплива составит \$900 за тонну (\$123 за баррель), а в постпрогнозный период – \$850 за тонну (\$117 за баррель).

- Мы моделируем на 2010–2015 годы среднегеометрические темпы роста удельной долларовой выручки на единицу пассажирооборота в размере 3,7%.
- Средневзвешенная стоимость капитала (9%) рассчитана на основе безрисковой ставки в размере 5,0% и такой же премии за риск вложения в российские акции. Премия за риск инвестиций в акции Аэрофлота принята равной 4% (2% – за операционный риск, 1% – за риск избыточного предложения акций с стороны второго крупнейшего акционера, НРБ, 1% – за риски, связанные со статусом госкомпании). В результате стоимость акционерного капитала составила 14,0%, а стоимость долга – 7,0%. Прогнозное соотношение заемного и собственного капитала – 60/40.

Модель ДПДС Аэрофлота, \$ млн.

		2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Скорректированная операционная прибыль		393,1	602,4	681,1	768,7	863,4
Операционные налоги		-137,6	-210,8	-238,4	-269,1	-302,2
Амортизация		196,0	215,3	277,6	315,3	331,7
Изменение оборотного капитала		-63,2	-41,2	-67,4	-56,3	-51,1
Капиталовложения		-197,1	-321,0	-380,3	-427,1	-413,2
Свободные денежные потоки		191,2	244,6	272,8	331,6	428,6
Коэффициент дисконтирования		1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
Дисконтированные свободные денежные потоки		191,2	206,0	210,9	235,3	279,1
Средневзвешенная стоимость капитала						
Сумма ДПДС	1 122	Безрисковая ставка доходности				5,0%
Дисконтированная терминальная ст-ть	3 140	Премия за риск вложения в росс. акции				5,0%
Стоимость предприятия	4 263	Премия за риск вложения в акции компании				4,0%
Чистый долг в 2010 году	-1 387	Стоимость акционерного капитала				14,0%
Доля меньшинства	-15	Стоимость долга				7,0%
С учетом транзитных платежей (до конца 2013 года)	294	Стоимость долга после налогов				5,6%
Акционерный капитал	3 155	Доля заемных средств				60,0%
Число выпущенных акций, млн.	1 095	Доля собственных средств				40,0%
Число казначейских акций, млн.	75	Средневзвешенная стоимость капитала				9,0%
Фундаментальная стоимость, \$ / акция	3,24	Долгосрочные темпы роста				3,0%

Источник: компания, Тройка Диалог

Какие факторы влияют на стоимость Аэрофлота?

На оценку Аэрофлота в ближайшие годы будут влиять несколько факторов:

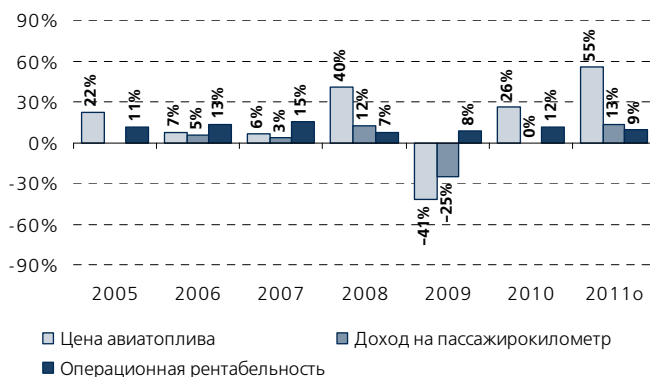
- динамика цен на авиационное топливо;
- возможная отмена роялти, которые европейские авиаперевозчики платят Аэрофлоту;
- деконсолидация активов – Нордавиа и Терминала D;
- приобретение региональных перевозчиков, входящих в состав Росавиа.

РОСТ ЦЕН НА ТОПЛИВО НИВЕЛИРУЕТ ЭФФЕКТ ПОВЫШЕНИЯ ТОПЛИВНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Цена на авиатопливо, в 2010 году составлявшая в среднем \$535 за тонну, по итогам января – июля 2011 года выросла на 58,8% до \$850 за тонну. Летом она достигала пикового значения в \$1 000 за тонну. В связи с этим мы заложили в модель оценки компании рост доли топливных затрат в структуре совокупных расходов с 24,6% в 2010 году до 32% по итогам 2011, что сопоставимо со средним мировым показателем – 30% по данным IATA.

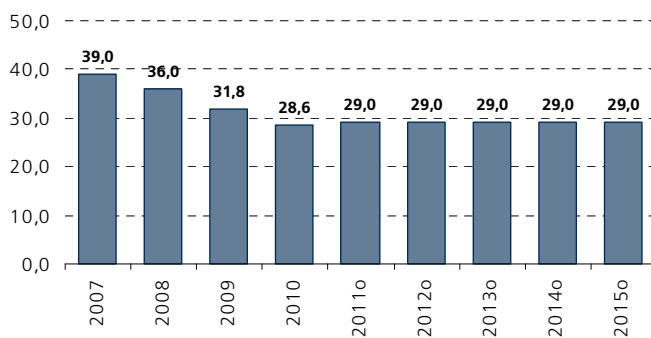
Цены на нефть и авиатопливо, \$ / барр.

Источник: Bloomberg, Кортес, Тройка Диалог

Цены на авиатопливо и операционная рентабельность Аэрофлота, изменение за год

Источник: компания, Тройка Диалог

Согласно расчетам IATA, в 2011 году подорожание топлива приведет к снижению средней операционной рентабельности авиаперевозчиков с 5,4% до 2,0%. Маловероятно, что Аэрофлот (как и любой другой международный авиаперевозчик) сможет компенсировать рост цен на топливо за счет повышения цен на билеты. По нашим прогнозам, в 2011 году его рентабельность по EBITDAR году упадет на 520 б. п. до 19,4%. В 2008 году, когда топливо подорожало на 40% с уровня предыдущего года до \$760 за тонну, удельная выручка Аэрофлота на единицу пассажирооборота выросла на 15,0% в рублевом выражении и на 11,8% в долларе, а рентабельность по EBITDAR упала с 23,8% до 11,8%. С тех пор компания значительно повысила свою эффективность. После прекращения эксплуатации неэкономичных Ту-154 и Ту-134 и унификации воздушного парка на базе моделей Boeing и Airbus расход топлива на единицу предельного пассажирооборота снизился, по нашим оценкам, с 39,0 г в 2007 до 28,6 г в 2010 году. Однако самолетный парк Аэрофлота уже один из новейших в Европе (средний срок эксплуатации самолетов – шесть лет), поэтому потенциал дальнейшего повышения топливной эффективности невелик. В оценке компании мы исходим из того, что текущий уровень топливной эффективности (28,6 г на единицу предельного пассажирооборота) не изменится до 2015 года. Цены на авиатопливо, по нашим оценкам, также должны остаться на уровне \$850 за тонну до конца 2015 года – впрочем, это допущение может оказаться слишком оптимистичным.

Топливная эффективность Аэрофлота, г / кресло-км

Источник: Тройка Диалог

Доля расходов на топливо в структуре совокупных расходов

Источник: компания, IATA, Тройка Диалог

Каков в действительности эффект роялти?

Инвесторы считают плату, которую вносят европейские авиаперевозчики за пролет над территорией Сибири (около половины совокупных платежей приходится на долю Air France – KLM и Lufthansa), одним из главных конкурентных преимуществ Аэрофлота перед остальными.

ми российскими авиакомпаниями. Эти платежи регулируются межгосударственными соглашениями, подписанными СССР и европейскими странами в 1960-х годах.

Аэрофлот никогда официально не обнародовал объемы этих платежей, но российские СМИ предполагают, что по итогам 2010 года они составили около \$200 млн., из которых приблизительно \$80 млн. компания перечислила государству на поддержку авиатранспортной отрасли. Оставшиеся у компании средства составляют 10% ее EBITDAR (\$1 065 млн.) и 46% чистой прибыли (\$253 млн.) по итогам 2010 года. Однако значение транзитных платежей для финансовых показателей Аэрофлота не столь велико, как полагают многие: бизнес компании был бы рентабельным и без этих средств.

Доля транзитных платежей в EBITDAR, \$ млн.



Источник: компания, Ведомости, Тройка Диалог

Доля транзитных платежей в чистой прибыли, \$ млн.



Источник: компания, Ведомости, Тройка Диалог

Отмена транзитных платежей – важное условие вступления России в ВТО, которое, по всей видимости, произойдет в ближайшие годы (хотя переговоры о вступлении длятся с 1990-х годов). В оценке компании мы исходим из того, что Аэрофлот будет получать “пролетные деньги” до конца 2013 года.

Инвесторы беспокоятся, что отмена платежей негативно отразится на финансовых показателях Аэрофлота, но мы полагаем, что потери будут незначительными (если вообще можно говорить о потерях), т. к. взамен, правительство планирует принять ряд мер для поддержки российской авиатранспортной отрасли и либерализовать рынок авиаперевозок, который сейчас функционирует в условиях ряда ограничений.

- Планируется еще больше снизить или вообще отменить пошлины на импорт новой авиатехники, которые сейчас составляют 20% цены нового самолета. К примеру, по данным руководства Аэрофлота, в 2010 году сумма уплаченных компанией пошлин на импорт новых самолетов составила \$100 млн. Это сопоставимо с объемом транзитных платежей, которые сейчас остаются у компании после отчислений государству.
- Либерализация трудового законодательства позволит Аэрофлоту нанимать иностранных летчиков и увеличить налет пилотов до уровня европейских стандартов. Это должно повысить эффективность работы и ослабить тенденцию к росту расходов на оплату труда.
- Существующие сейчас право пассажира на возмещение полной стоимости билета в любой момент до вылета, независимо от причины отказа от полета, может быть ограничено, что уменьшит убытки авиакомпаний, которые сейчас довольно существенны.

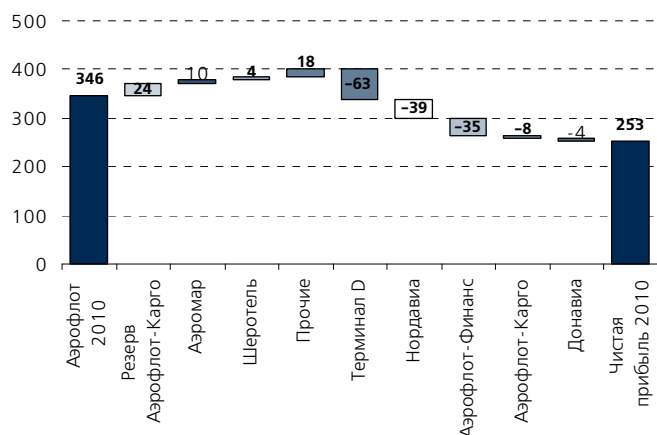
Недостаточная ясность в вопросе о транзитных платежах (роялти) и спекуляции на тему возможных сроков их отмены дают инвесторам дополнительный повод для беспокойства за финансовое состояние Аэрофлота и, вероятно, служат причиной того, что сейчас акции компании котируются с дисконтом к аналогам с развивающихся рынков даже при расчете коэффициентов без “пролетных денег”. По нашему мнению, чем раньше государство и руко-

водство Аэрофлота официально сообщать всю соответствующую информацию относительно размера этих платежей и даты их отмены, тем лучше для динамики котировок компании.

Избавление от убыточных активов

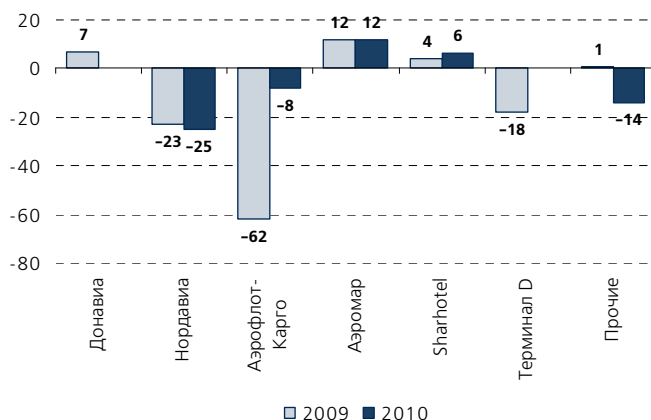
В текущем году руководство Аэрофлота уделяет большое внимание выводу из состава компании неэффективных подразделений, который должен принести значительный внеоперационный доход и компенсировать снижение EBITDAR, вызванное подорожанием авиатоплива.

Структура чистой прибыли Аэрофлота, \$ млн.



Источник: компания

Операционная прибыль (убыток) подразделений Аэрофлота в 2010 году, \$ млн.

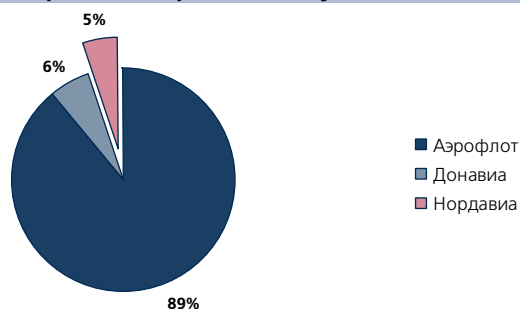


Источник: компания

Продажа Нордавиа

В июне 2011 года Аэрофлот продал 100% акций Нордавиа Норильскому Никелю за \$235 млн. (из которых \$228 млн. приходится на погашение финансовых обязательств по операционному лизингу). Нордавиа входит в число 20 крупнейших российских авиаперевозчиков по пассажиропотоку. В 2010 году она перевезла 1,4 млн. пассажиров (на 27,6% больше, чем в 2009), т. е. 10% совокупного пассажиропотока Аэрофлота, обеспечив последнему 5% консолидированной выручки. Самолетный парк Нордавиа состоит из 11 лайнеров Boeing 737-500 и четырех Ан-24. Поскольку чистый убыток Нордавиа за 2010 год составил \$39 млн., ее продажа должна со временем благоприятно повлиять на динамику прибыли Аэрофлота.

Структура консолидированной выручки Аэрофлота на пассажирокилометр в 2010 году

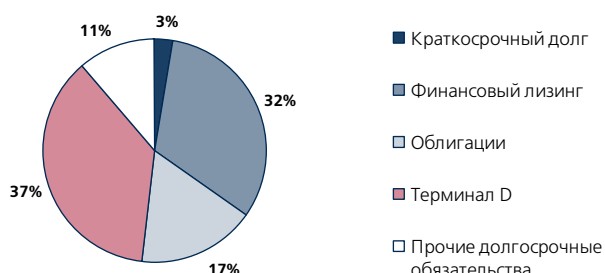


Источник: компания, Тройка Диалог

ДЕКОНСОЛИДАЦИЯ ТЕРМИНАЛА D

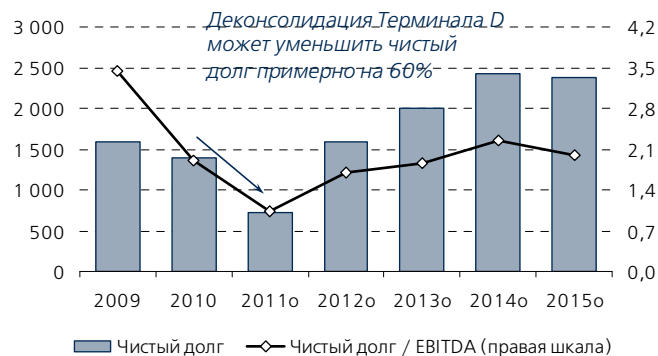
Около 50% долга Аэрофлота без учета финансового лизинга приходится на долю Терминала D (это обязательства на сумму около \$850 млн., возникшие в процессе строительства терминала). В 2010 году доходы терминала составили лишь 1% (\$45,3 млн.) консолидированной выручки Аэрофлота и менее 1% (\$4,9 млн.) его операционной прибыли. При этом терминал завершил 2010 год с чистым убытком на сумму \$63 млн. из-за больших процентных платежей (\$77 млн. по итогам 2010 года, эффективная ставка – 9%). Сейчас Аэрофлот обсуждает с правительством вопрос об обмене своей доли в Терминале D на 9% акций Международного аэропорта “Шереметьево”. Обмен планируется завершить к концу 2011 года. В результате авиакомпания сможет снять долги терминала со своего баланса вместе с соответствующими процентными обязательствами – это должно обеспечить значительный рост прибыли в 2012 году.

Структура долга Аэрофлота в 2010 году



Источник: компания, Тройка Диалог

Чистый долг Аэрофлота, \$ млн.

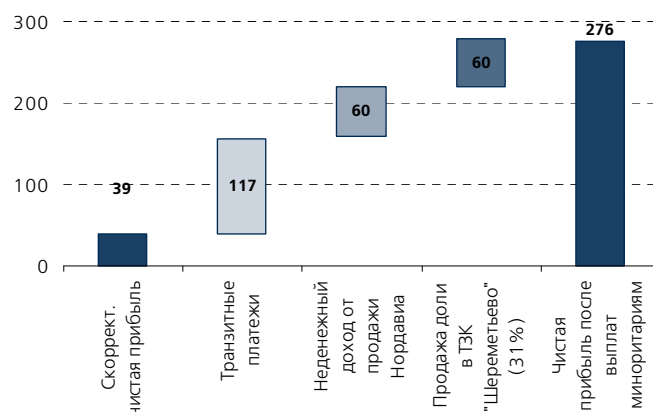


Источник: компания, Тройка Диалог

ПРОЧИЕ ПРОЕКТЫ

В начале 2011 года Аэрофлот продал 100% акций Московской страховой компании. Сумма сделки не сообщалась, но мы полагаем, что она незначительна, т. к. проданный актив сравнительно мал. Кроме того, Аэрофлот продал свою 31%-ю долю в ТЗК “Шереметьево” приблизительно за \$60 млн., и эта сумма также должна быть отражена в отчетности по МСФО за 1П11 как неоперационный доход. Публикация отчетности ожидается в конце сентября.

Структура прогнозной чистой прибыли Аэрофлота в 2011 году, \$ млн.



Источник: компания, Тройка Диалог

Приобретение активов Росавиа

Приобретение шести региональных авиаперевозчиков, объединенных в холдинг “Росавиа”, начнется с авиакомпании “Россия” – второй по величине в структуре холдинга. Ее планирует консолидировать в Аэрофлот до конца 2011 года. В 2012 году в Аэрофлот войдут Владивосток Авиа, Оренбургские авиалинии, Кавминводы Авиа, Саратовские и Сахалинские авиалинии. Аэрофлот заплатит за них пакетом казначейских акций (3,61%), рыночная стоимость которого на момент подписания соглашения с Ростехнологиями составляла \$50 млн. Насколько адекватна эта цена?

В 2010 году самолеты Росавиа перевезли почти 8 млн. пассажиров (на 19% больше, чем в 2009 году), а пассажирооборот достиг 20 млрд. пассажирокилометров (рост с уровня 2009 года – 21%). Росавиа не публикует отчетность по МСФО. Если исходить из того, что удельный доход на единицу пассажирооборота у нее на 10% меньше, чем у Аэрофлота (8,7 цента), то консолидированная выручка за 2010 год должна была составить около \$1,5 млрд., что эквивалентно 35% консолидированной выручки Аэрофлота за тот же период. В ходе встречи с аналитиками в мае 2011 года представители Аэрофлота отметили, что в 2010 году Росавиа понесла убыток по EBITDA на сумму \$10–12 млн., а ее долговые обязательства (преимущественно по финансовому лизингу) достигли приблизительно \$700–800 млн. У авиаперевозчиков Росавиа действительно немало операционных и финансовых проблем, которые предстоит решить руководству Аэрофлота. В частности, нужно будет рефинансировать долги приобретаемых компаний, унифицировать их самолетный парк (который сейчас включает более 100 самолетов различных типов, в том числе Ту-154) и оптимизировать маршруты. Вероятно, это займет несколько лет, в течение которых не исключено временное снижение рентабельности Аэрофлота. В оценке Аэрофлота мы не учитываем финансовые показатели активов Росавиа, поскольку данные о них слишком приблизительны. Подождем, пока Аэрофлот опубликует фактические финансовые результаты приобретаемых компаний.

Операционные показатели авиакомпаний, входящих в состав Росавиа

	Пассажирооборот			Пассажиропоток			Загрузка рейсов	
	2010	2009	г/г	2010	2009	г/г	2010	2009
Оренбургские авиалинии	7 158 799	4 940 265	45%	2 401 197	1 608 146	49%	96,9%	96,6%
Россия	6 242 488	6 149 638	2%	3 072 734	2 971 759	3%	75,3%	71,5%
Владивосток Авиа	4 755 566	3 875 063	23%	1 261 726	1 084 020	16%	75,2%	75,8%
Кавминводы Авиа	1 091 021	998 253	9%	591 934	553 292	7%	68,3%	68,2%
Саратовские авиалинии	431 477	302 325	43%	337 279	234 375	44%	83,6%	83,7%
Сахалинские авиалинии	277 972	219 592	27%	294 401	232 213	27%	65,5%	64,6%
Всего	19 957 322	16 485 136	21%	7 959 271	6 683 805	19%	–	–

Источник: Росавиация, Тройка Диалог

Позитивный эффект от приобретения активов Росавиа заключается в том, что оно увеличит долю Аэрофлота на российском рынке авиаперевозок с 26,6% до 40,2% и выведет его на десятое место в рейтинге крупнейших авиакомпаний Европы по пассажиропотоку. Не исключено, что для решения проблем Росавиа Аэрофлот попытается повысить цены на билеты. Возможно, это неплохо отразилось бы на оценке стоимости компании, но Федеральная антимонопольная служба может выступить против подобных действий.

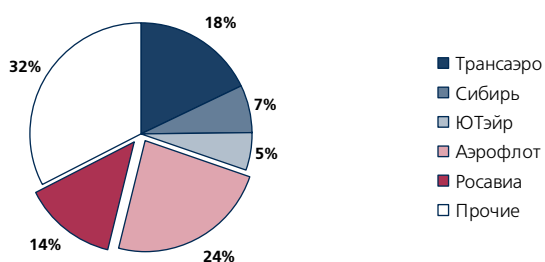
**20 крупнейших авиакомпаний Европы по пассажиро-
потоку в 2010 году**

Место	Компания	Пассажиропоток в 2010 году
1	Lufthansa	90,20
2	Ryanair	72,72
3	Air France – KLM	70,75
4	IAG	57,30
5	EasyJet	49,72
6	Air Berlin	31,77
7	Turkish Airlines	29,10
8	SAS	25,23
9	Alitalia	23,35
10	Аэрофлот и Росавиа	22,00
11	Swiss International Air Lines	14,17
12	Аэрофлот	14,07
13	Norwegian Air Shuttle ASA	13,03
14	Vueling Airlines	11,03
15	Austrian Airlines Group	10,89
16	Aer Lingus	9,71
17	Wizz Air	9,60
18	TAP Portugal	9,11
19	Air Europa	9,00
20	Pegasus Airlines	8,60

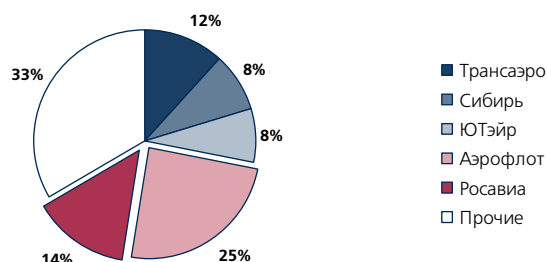
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Итак, 3,61% акций Аэрофлота представляется адекватной ценой за Росавиа, и эта сделка, по нашему мнению, не должна привести к размыванию стоимости авиакомпании. Правда, пока рано говорить и о том, что она обеспечит рост стоимости.

Авиакомпания “Россия” должна войти в состав Аэрофлота к концу 2011 года, поэтому эффект от консолидации будет отражен в финансовой отчетности покупателя по МСФО, которую он опубликует в середине 2012 года. Остальные активы Росавиа войдут в состав Аэрофлота в течение 2012 года, и их финансовые результаты мы, возможно, увидим в консолидированной отчетности по МСФО в середине 2013 года.

**Рыночная доля Аэрофлота по пассажирообороту
в 2010 году**

Источник: Росавиация, Тройка Диалог

**Рыночная доля Аэрофлота по пассажиропотоку
в 2010 году**

Источник: Росавиация, Тройка Диалог

Самолетный парк и наращивание мощностей

Предельный пассажирооборот Аэрофлота в 2010 году увеличился на 19% с уровня 2009 года до 50,8 млн. креслокилометров. Этот показатель сопоставим с соответствующими параметрами LAN Airlines и Thai Airlines, хотя он в четыре-пять раз ниже, чем у европейских лидеров – Lufthansa и AirFrance – KLM. В январе – июне 2011 года предельный пассажирооборот Аэрофлота вырос на 15,7% с уровня 1П10 до 27 млрд. креслокилометров. По итогам 2011 года этот показатель, в результате продажи Нордавиа в первом полугодии, по нашим оценкам, увеличится на 17,6% до 59,7 млрд. креслокилометров. Влияние продажи Нордавиа будет компенсировано покупкой 16 новых самолетов – восьми А-320, трех А-330 и пяти SSJ.

В 2012 году Аэрофлот приобретет еще 21 самолет (без учета активов Росавиа), в результате чего предельный пассажирооборот увеличится на 13% до 67,2 млрд. креслокилометров.

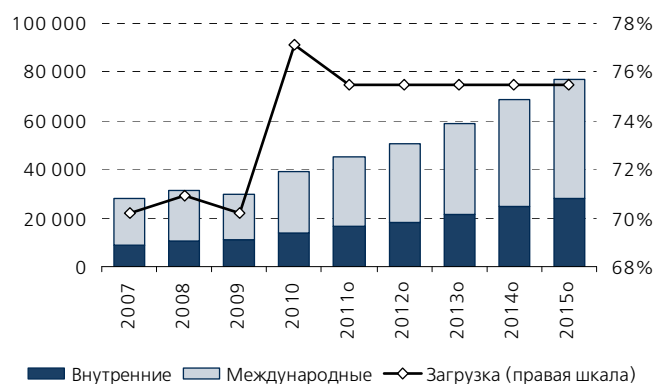
Самолетный парк и мощности Аэрофлота

Самолетный парк на конец периода	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
MD-11 (грузовой)	3	3	3	3	3	3
A-319	15	15	15	15	15	15
A-320	35	41	39	37	35	33
A-321	18	18	21	26	26	26
B-737	25	14	14	14	14	14
B-767	10	8	6	4	2	0
A-330	10	13	21	21	21	21
Ил-96-300	6	6	6	6	6	6
SSJ-100	0	5	15	25	35	40
B-777	0	0	0	4	10	13
B-787	0	0	0	0	8	16
Всего	119	120	137	152	172	184
Добавления (списания)						
A-320	3	6	-2	-2	-2	-2
A-321	2	—	3	5	—	—
B-737-500	—	-11	—	—	—	—
B-777	-1	-2	-2	4	6	3
B-787	—	—	—	—	8	8
A-330	2	3	8	—	—	—
SSJ-100	—	5	10	10	10	5
Всего	6	-1	15	15	20	12
Число мест						
A-319	1 740	1 740	1 740	1 740	1 740	1 740
A-320	4 690	5 320	5 600	5 320	5 040	4 760
A-321	3 060	3 240	3 510	4 230	4 680	4 680
B-737	3 315	2 535	1 820	1 820	1 820	1 820
B-767	2 289	1 962	1 526	1 090	654	218
A-330	2 169	2 772	4 097	5 061	5 061	5 061
Ил-96-300	1 692	1 692	1 692	1 692	1 692	1 692
SSJ-100	—	170	680	1 360	2 040	2 550
B-777	—	—	—	400	1 400	2 300
B-787	—	—	—	—	800	2 400
Всего	18 955	19 431	20 665	22 713	24 927	27 221
Число часов налета	387 210	427 639	478 339	548 296	621 993	679 982
Число часов налета на самолет в сутки	9	9	9	9	9	9
Предельный пассажирооборот, тыс. ед.	50 807 393	59 733 715	67 209 047	78 070 852	90 773 860	102 011 452
Изменение	3,6%	7,6%	12,5%	16,2%	16,3%	12,4%
Загрузка рейсов	77,1%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Пассажирооборот, тыс. ед.	39 172 500	44 800 287	50 406 785	58 553 139	68 080 395	76 508 589
Изменение	—	14,4%	12,5%	16,2%	16,3%	12,4%

Источник: компания, Тройка Диалог

ПАССАЖИРООБОРОТ И ЗАГРУЗКА РЕЙСОВ

В 2010 году коэффициент загрузки самолетов Аэрофлота вырос на 6,9 п. п. до 77,1% (на внутренних рейсах он составляет 77,0%, на международных – 77,1%). Столь высокий показатель обеспечило новое руководство компании, которое в 2009–2010 годах закрыло много убыточных маршрутов, которые отказывались закрывать предыдущие менеджеры (в основном по политическим мотивам). Текущая загрузка соответствует среднему мировому уровню, и ее дальнейшее повышение маловероятно.

Пассажирооборот Аэрофлота и загрузка рейсов

Источник: компания, Тройка Диалог

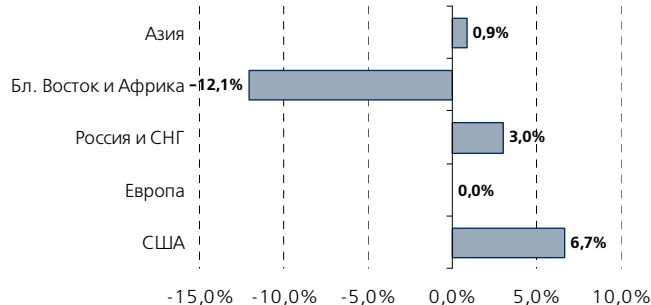
В 2010 году повышение загрузки обеспечило рост пассажирооборота на 31% до 39 млрд. пассажирокилометров. По итогам 2011 года мы ожидаем 15%-го роста до 45 млрд. пассажирокилометров. Доля Аэрофлота на российском рынке международных авиаперевозок в 2010 году составила 64%, на внутреннем рынке – 36%.

Доход на единицу пассажирооборота

Удельная долларовая выручка Аэрофлота на пассажирокилометр в 2010 году осталась на уровне предыдущего года – 8,7 цента (на международных и внутренних рейсах этот показатель почти одинаковый). В 2008 году авиационное топливо подорожало на 40%, и в результате рост удельного дохода на пассажирокилометр составил лишь 12%. В 2011 году топливо подорожало почти на 60%, а конкуренция между авиаперевозчиками (как в сегменте международных перевозок, так и на внутренних линиях) усилилась, и мы сомневаемся, что Аэрофлоту удастся значительно повысить цены на билеты. Впрочем, укрепление рубля в 2011 году позитивно влияет на выручку в рублевом выражении (по сравнению с 2010 годом) и должно обеспечить рост консолидированного дохода на единицу пассажирооборота на 11,7% относительно уровня предыдущего года – до 9,7 цента. Это сгладит негативный эффект от снижения рентабельности по EBITDAR с 24,7% до 19,4%.

Доход на единицу пассажирооборота, цент / пассажирокилометр

Источник: компания, Тройка Диалог

Динамика удельного дохода по сегментам в 2010 году, изменение за год

Источник: компания

Финансовые показатели за 2010 год

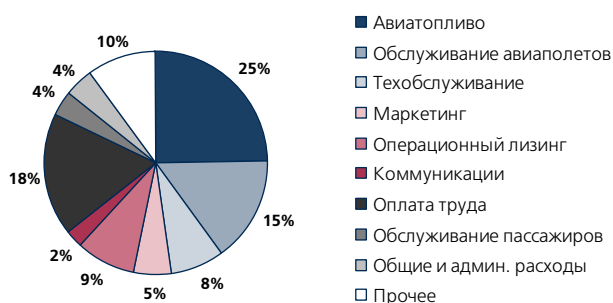
В июне Аэрофлот представил отчетность по МСФО за 2010 год. Результаты превысили и наши прогнозы, и ожидания рынка. В частности, руководству компании удалось существенно снизить операционные расходы и добиться повышения рентабельности по EBITDAR – с 13,8% в 2009 году до 16,8% в 2010. В абсолютном выражении EBITDAR составила более \$1,0 млрд. – это рекорд за всю историю компании.

Результаты Аэрофлота за 2010 год по МСФО, \$ млн.

	2010	2009	г/г	4К10	4К09	г/г
Выручка	4319,3	3345,9	29,1%	1159,5	883,4	31,3%
Операционные расходы	3819,9	3068,1	24,5%	1101,0	913,0	20,6%
Операционная прибыль	499,4	277,8	79,8%	58,5	-29,6	–
Операционная рентабельность	11,6%	8,3%	–	5,0%	-3,4%	–
EBITDA	727,4	460,7	57,9%	113,5	31,1	265,0%
Рентабельность по EBITDA	16,8%	13,8%	–	9,8%	3,5%	–
EBITDAR	1065,1	747,4	42,5%	203,6	115,6	76,1%
Рентабельность по EBITDAR	24,7%	22,3%	–	17,6%	13,1%	–
Сальдо прочих доходов и расходов	-145,9	-72,0	–	-78,8	-39,7	–
Прибыль до налогообложения	353,5	205,8	71,8%	-20,3	-69,3	–
Налог	-100,3	-120,0	–	-7,4	-15,3	–
Эффективная ставка налога	28,4%	58,3%	–	-36,5%	-22,1%	65,1%
Чистая прибыль	278,4	89,2	212,1%	-27,7	-81,8	–

Источник: компания, Тройка Диалог

Структура расходов в 2010 году

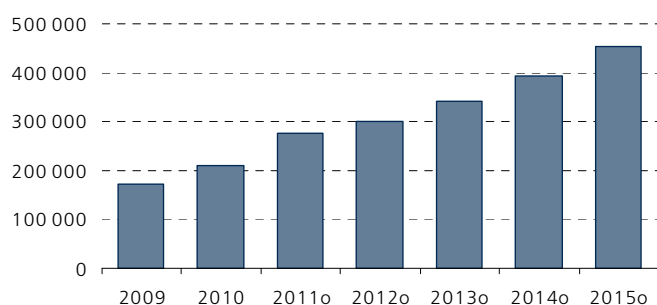


Источник: компания

РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ

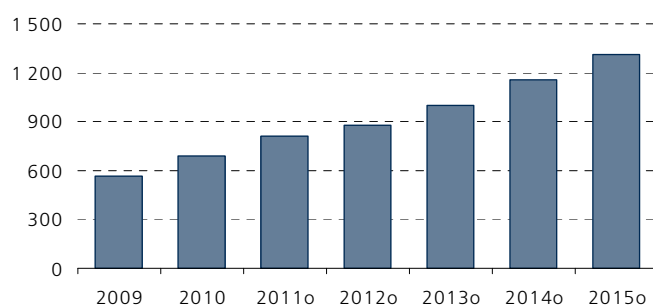
В 2010 году затраты Аэрофлота на персонал составили \$686,5 млн., или 18% совокупных – это значительно меньше, чем у крупнейших европейских авиаперевозчиков (более 20% суммарных расходов).

Выручка на одного сотрудника, \$



Источник: Тройка Диалог

Пассажиропоток на одного сотрудника



Источник: Тройка Диалог

По числу сотрудников на 1 000 пассажиров Аэрофлот приближается к уровню европейских авиакомпаний, но значительно отстает от авиаперевозчиков из Азии и Северной Америки. Сейчас в штате компании около 20 000 человек.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛИЗИНГ

Расходы на операционный лизинг в прошлом году составили \$338 млн. (8,8% совокупных). По нашим оценкам, средний месячный платеж за самолет, взятый в операционный лизинг, составляет \$0,3 млн. Аэрофлот планирует в 2011 году взять в операционный лизинг восемь А-320 и пять SSJ. В результате расходы на операционный лизинг по итогам года должны увеличиться до \$341 млн.

Сейчас компания ведет переговоры с Ростехнологиями об операционном лизинге 50 новых самолетов Boeing 737-800, заказанных госкорпорацией. Планируется, что они будут поставляться с 2013 года, причем некоторые из них предназначены для обновления парка Росавиа. Есть риск, что Ростехнологии навяжут Аэрофлоту операционный лизинг по цене выше рыночной.

Операционный лизинг

	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
B-787	–	–	–	–	8	8
SSJ-100	–	5	10	10	10	5
A-320	3	8	–	–	–	–
A-330	2	–	–	–	–	–
Всего	5	13	10	10	18	13

Источник: компания

ФИНАНСОВЫЙ ЛИЗИНГ

В 2011 году Аэрофлот получит на условиях финансового лизинга три широкофюзеляжных А-330, совокупные расходы составят \$500 млн. (по \$170 млн. на самолет). В 2012 году компания планирует арендовать на условиях финансового лизинга восемь А-330 и три А-321. По нашей оценке, затраты составят \$1,6 млрд.

В 2009–2010 годах процентные ставки по финансовому лизингу для Аэрофлота составляли 0,85–1,50% – это самый низкий уровень и на российском, и даже на европейском рынке, что обеспечивает компании еще одно конкурентное преимущество. В отдельных случаях ставки плавающие и привязаны к трехмесячной LIBOR. В 2010 году Аэрофлота выплатил по финансовому лизингу \$11,7 млн., что предполагает эффективную процентную ставку в 0,8%. Пока неясно, как будут меняться процентные ставки в дальнейшем, однако очевидно, что они должны повышаться. Мы прогнозируем, что ставки выйдут на нормальный уровень в 4–5%, а выплаты по операционному лизингу за 2011 год составят \$38,4 млн.

Финансовый лизинг

	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Число самолетов						
A-321	2	–	3	5	–	–
A-330	–	3	8	–	–	–
B-777	–	–	–	4	6	3
Расходы, \$ млн.						
A-321	127	–	190	317	–	–
A-330	–	516	1 376	–	–	–
B-777	–	–	–	580	870	435
Оценка расходов по финансовому лизингу, \$ млн.	127	516	1 566	897	870	435

Источник: компания, Тройка Диалог

Планы на 2020 год

Согласно бизнес-плану компании, к 2020 году ее самолетный парк должен увеличиться до 312–450 единиц (в зависимости от темпов роста). С 2016 года должны начаться поставки лайнеров А-350 (21 самолет) и Boeing-787 (21 самолет). Наряду с импортной авиатехникой Аэрофлот закупит несколько десятков российских среднемагистральных лайнеров SSJ, Ан-148 и, возможно, MC-21. Очевидно, что государство как контролирующий акционер Аэрофлота заинтересовано в активных закупках отечественной техники. Это предполагает оп-

ределенные риски. Во-первых, диверсификация парка влечет за собой повышение расходов на его обслуживание. Во-вторых, есть сомнения в том, что российские самолеты эффективнее в эксплуатации, чем зарубежные. В-третьих, неясно, насколько конкурентоспособными будут расценки на лизинг российской техники по сравнению с иностранной.

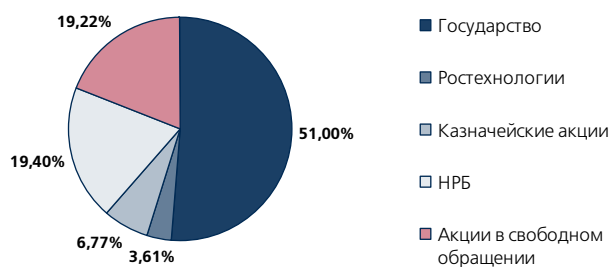
СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ И ПРИВАТИЗАЦИЯ

Доля государства в уставном капитале Аэрофлота составляет 51%. В 2010 году Национальный резервный банк (второй по величине акционер компании) продал 9% акций из своего пакета (20%) на открытом рынке. По нашим оценкам, сейчас доля акций в свободном обращении составляет 10%.

На последней встрече с аналитиками руководство Аэрофлота упомянуло о планах увеличения программы депозитарных расписок осенью 2011 года с целью повышения их ликвидности и увеличения рыночной капитализации.

Аэрофлот включен в список государственных активов, подлежащих приватизации. По данным Минфина, продажа госпакета, возможно, состоится в 2017 году. Впрочем, пока рано делать какие-либо предположения на этот счет. За последнее десятилетие неоднократно говорилось о возможной приватизации государственной доли в капитале Аэрофлота.

Структура собственности Аэрофлота



Примечание. Сделка с Ростехнологиями еще не завершена.

Источник: компания, Тройка Диалог

Структура собственности

Российская Федерация	51,2%
Национальная Резервная Корпорация	19,4%
В свободном обращении	19,1%
Казначейские акции	6,8%
Ростехнологии	3,6%

Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.

	2009	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	3 346	4 319	5 382	6 096	7 060	8 082	9 089
Себест. реализации	(2 708)	(3 339)	(4 214)	(4 636)	(5 401)	(6 316)	(7 100)
Валовая прибыль	638	981	1 168	1 460	1 659	1 765	1 988
Валовая рентаб.	19,1%	22,7%	21,7%	23,9%	23,5%	21,8%	21,9%
Общ., ком. и админ. расх.	(265)	(349)	(435)	(493)	(571)	(653)	(735)
EBITDA	461	727	707	936	1 077	1 086	1 198
Скорректированная EBITDA	461	727	707	936	1 077	1 086	1 198
Рентабельность по EBITDA	13,8%	16,8%	13,1%	15,4%	15,3%	13,4%	13,2%
Амортизация	183	228	196	215	278	315	332
Операц. прибыль	278	499	511	720	800	771	866
Чист. проц. доход	(38)	(126)	(174)	(126)	(113)	(128)	(121)
Доходы (расх.) по курс. разн.	(12)	(20)	—	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	—	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	7	18	120	—	—	—	—
Однократные статьи	(29)	(18)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Прибыль до налогообл.	206	354	427	564	656	613	715
Налог на прибыль	(120)	(100)	(149)	(197)	(230)	(215)	(250)
Доля меньшинства	(3)	(25)	(28)	(10)	(10)	(10)	(10)
Прекращаемая деятельность	—	—	—	—	—	—	—
Чистая прибыль	89	278	305	377	437	409	475
Скоррект. чистая прибыль	(29)	138	40	252	312	409	475
Чистая рентаб.	(0,9%)	3,2%	0,7%	4,1%	4,4%	5,1%	5,2%
Доход на акцию	0,08	0,23	0,25	0,33	0,38	0,36	0,42
Скорректированный доход на акцию	0,08	0,23	0,25	0,33	0,38	0,36	0,42
Балансовый отчет							
Активы							
Ден. ср-ва и их эквив.	121	660	700	300	300	200	150
Дебит. задолж-ть	944	924	1 023	1 103	1 263	1 431	1 595
ТМЗ	70	87	116	129	151	178	202
Проч. оборот. активы	38	77	5	5	5	5	5
Оборотные активы	1 173	1 748	1 845	1 537	1 719	1 814	1 953
Основные средства	2 848	2 777	2 319	3 514	4 287	5 058	5 415
Активы	4 021	4 526	4 164	5 051	6 006	6 872	7 367
Обязательства							
Краткоср. заимств.	268	166	166	166	166	166	166
Кредит. задолж-ть	675	709	773	825	939	1 078	1 215
Проч. текущ. обяз-ва	196	357	317	357	400	442	481
Всего текущ. обяз-ва	1 138	1 231	1 256	1 348	1 505	1 687	1 862
Долгоср. заимств.	1 443	1 881	1 256	1 722	2 135	2 461	2 363
Проч. долгоср. обяз-ва	434	259	259	259	259	259	259
Всего долгоср. обяз-ва	1 877	2 140	1 515	1 981	2 394	2 720	2 622
Обязательства	3 015	3 371	2 772	3 329	3 900	4 407	4 484
Доля меньшинства	43	27	15	15	15	15	15
Собств. ср-ва	1 006	1 155	1 392	1 722	2 106	2 465	2 884
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	4 021	4 526	4 164	5 051	6 006	6 872	7 367
Чистый долг (денежные средства)	1 590	1 387	722	1 588	2 002	2 428	2 379
Отчет о движении денежных средств							
Чистая прибыль	89	278	305	377	437	409	475
Доля меньшинства	3	25	28	10	10	10	10
Амортизация	(183)	(228)	(196)	(215)	(278)	(315)	(332)
Изм. оборот. капит.	(12)	37	(63)	(41)	(67)	(56)	(51)
Изм. прочих активов	(226)	122	(84)	2	2	2	2
Ден. потоки от осн. деят-ти	34	665	354	553	649	669	757
Расх. на воспр. осн. фондов	(183)	(228)	(196)	(215)	(278)	(315)	(332)
Расх. на развитие бизнеса	(394)	(20)	470	(1 197)	(775)	(772)	(359)
Прочие инвестиции	—	—	—	—	—	—	—
Ден. потоки от инвест. деят.	576	248	(274)	1 412	1 052	1 088	690
Изменение долга	436	336	(625)	466	413	326	(99)
Дивиденды	(16)	(32)	(28)	(37)	(43)	(40)	(47)
Выпуск (выкуп) акций	19	(93)	—	—	—	—	—
Прочие статьи	—	—	64	30	33	32	28
Ден. потоки от фин. деят.	439	212	(588)	459	404	318	(117)
Влияние курсовых разниц	12	—	—	—	—	—	—
Чист. изм. ден. ср-в	(969)	205	40	(400)	0	(100)	(50)
Коэффициенты							
Цена / прибыль	24,3	8,2	7,5	5,7	4,9	5,2	4,5
Стоимость предприятия / EBITDA	8,2	4,8	4,0	3,9	3,8	4,2	3,7
Цена / капитал	2,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
Доход на капитал	отр.	12,0%	2,9%	14,6%	14,8%	16,6%	16,5%
Доход на вложенный капитал	отр.	1,5%	отр.	4,7%	5,4%	6,4%	7,3%
Дивиденды на акцию	0,0149	0,0297	0,0262	0,0360	0,0419	0,0391	0,0456
Дивидендная доходность	0,8%	1,6%	1,4%	1,9%	2,2%	2,1%	2,4%
Цена / выручка	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Цена / денежные потоки	58,9	3,1	5,6	3,5	2,9	2,9	2,5
Рост выручки	-27%	29%	25%	13%	16%	14%	12%
Рост EBITDA	-11%	58%	-3%	32%	15%	1%	10%
Рост дохода на акцию	260%	195%	10%	32%	16%	-7%	17%

Источник: компания, Тройка Диалог

Обыкн.	ТАЕR RX
Последняя цена	\$5,98
Спред	0,2%
Индикативная цена	\$6,50 – 7,20
Потенциал*	15%
Выпущенные акции	122 млн.
Свободное обращ.	15% (\$109 млн.)

Капитализация	\$726 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 505 млн.

* На основе среднего значения диапазона индикативной цены
Цена на 5 сентября 2011

Важнейшие показатели

	2009	2010o	2011o	2012o
Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.				
Выручка	1 125	1 752	2 487	2 895
EBITDA	202	272	223	267
Операц. приб.	110	176	123	165
Чистая прибыль	208	12	(27)	8
EPS, \$	0,97	0,06	(0,12)	0,04
Рентабельность				
по EBITDA	18%	16%	9%	9%
по операц. приб.	10%	10%	5%	6%
по чист. приб.	-6%	1%	-1%	0%
Коэффициенты				
Цена / выручка	0,6	0,4	0,3	0,3
Ст. предпр./EBITDA	9,0	8,7	11,2	9,7
Цена / прибыль	6,2	–	отр.	–
Цена / ден. поток	4,4	13,5	36,3	18,4
Рост				
Выручка	-22%	56%	42%	16%
EBITDA	31%	35%	-18%	20%
EPS	–	-94%	–	–

Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	-9,6	-12,4	-5,0	-5,0
По отношению к РТС	5,3	10,0	24,4	8,9

Динамика цены акций, \$



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Трансаэро

Мы начинаем освещение Трансаэро. За 2005–2010 годы пассажирооборот компании рос в среднем на 38% в год (в среднем по отрасли – на 11%), что позволило ей стать вторым по величине российским авиаперевозчиком с долей рынка 20% по итогам 1П11. Доля широкофюзеляжных машин в самолетном парке Трансаэро составляет 60% (это больше, чем у любой другой авиакомпании в Восточной Европе), поскольку компания ставит акцент на расширении бизнеса в сегменте туристических авиаперевозок (где она уже лидирует), а также полетов из центральной части России на Дальний Восток, в Китай, США и Канаду. В ближайшие годы Трансаэро рассматривает возможность проведения IPO, чтобы привлечь средства для дальнейшего развития. Коэффициент EVR/EBITDAR 2011o у Трансаэро равен 8,1 – почти на 40% больше, чем у Аэрофлота. Наш диапазон индикативной цены акций Трансаэро – \$6,50–7,20, что на 15% выше текущих котировок.

■ **Ставка на широкофюзеляжные самолеты...** Концепция развития компании основана на использовании широкофюзеляжных самолетов с большой дальностью полета, у которых удельные эксплуатационные расходы ниже, чем у самолетов малой и средней дальности. До конца текущего года компания планирует увеличить самолетный парк на 12 единиц, а предельный пассажирооборот на 34% до 42,2 млрд. в год. Эффективность управления самолетным парком, в котором помимо широкофюзеляжных машин есть несколько десятков узкофюзеляжных, заслуживает высокой оценки: так, Трансаэро была единственной российской авиакомпанией, у которой в кризисный 2009 год выросла EBITDAR (с 14,1% до 21,7%).

■ **... и туристические авиаперевозки.** Растущие объемы выездного туризма – один из главных факторов роста бизнеса Трансаэро. В 2010 году заграничные поездки совершили 39,3 млн. граждан России – лишь 28% населения, и эта статистика учитывает все виды транспорта. Однако выбор все чаще делается в пользу авиаперевозок: за последние пять лет число туристов, отправляющихся на отдых самолетом, выросло на 80%. Трансаэро – лидер российского рынка туристических авиаперевозок, особенно в Таиланд, Египет, Израиль и Испанию. Около 65% билетов компания продает оптом туроператорам. В итоге загрузка ее рейсов в 2010 году составила 84% – больше, чем у любого другого регулярного авиаперевозчика в России.

■ **Высокая топливная эффективность.** Самолетный парк Трансаэро на 96% состоит из самолетов Boeing, поэтому топливная эффективность компании (по нашим оценкам, 0,28 г / ккм) выше, чем у остальных авиакомпаний России, и рост цен на авиатопливо сказывается на компании не столь существенно. Правда, и стоимость финансового лизинга у Трансаэро (около 10%) намного выше аналогичного показателя у Аэрофлота и иностранных перевозчиков.

- **Оценка.** Мы рассчитали диапазон индикативной цены акций Трансаэро на основе целевого значения коэффициента EVR/EBITDAR, равного 6,0 (нижняя граница диапазона) и оценки методом ДПДС (верхняя граница), в которой средневзвешенная стоимость капитала составляет 12,1%, а темпы роста в постпрогнозный период – 3%. Фактором роста стоимости акций Трансаэро должно стать планируемое IPO, которое может состояться уже в следующем году при условии хороших финансовых показателей и благоприятной конъюнктуры внешних рынков, критериями которой служит стабильность процентных ставок и цен на нефть.

Оценка: индикативная цена вследствие низкой ликвидности акций

Акции Трансаэро обращаются на MMB5 с марта 2011 года. Они существенно менее ликвидны, чем бумаги Аэрофлота и ЮТэйр, поэтому в периоды падения биржевых индексов их динамика хуже рынка. Сейчас коэффициент EVR/EBITDAR 2011о у Трансаэро равен 8,1 – это примерно на 40% выше, чем у Аэрофлота. Ввиду низкой ликвидности мы не даем рекомендации по акциям Трансаэро. Среднее значение диапазона индикативной цены, составляющего \$6,50–7,2, на 15% выше текущей рыночной цены, средней между котировками на покупку и продажу. Нижняя граница диапазона рассчитана на основе целевого значения коэффициента EVR/EBITDAR (6,0), верхняя – методом ДПДС.

ОЦЕНКА ПО ФИНАНСОВЫМ КОЭФФИЦИЕНТАМ

Мы используем целевое значение коэффициента EVR/EBITDAR на 2012 год (6,0), основанное на прогнозной EBITDAR в размере \$472 млн. Расчет EVR учитывает все лизинговые обязательства компании (\$2,04 млрд.), включая сумму обязательств по договорам операционного лизинга (\$65 млн.), помноженную на семь (семь лет – обычный срок лизинговых контрактов), и по договорам финансового лизинга (\$1,4 млрд.). Акционерный капитал Трансаэро состоит из 153 млн. обыкновенных акций, из которых 21% находится на балансе компании.

Оценка по финансовым коэффициентам

Расчетный коэффициент EVR/EBITDAR	6,0
Прогноз EBITDAR за 2012 год	472
EVR	2 834
Чистый долг (включая операционный и финансовый лизинг)	-2 039
Стоимость капитала	795
Число акций (за вычетом 21% казначейских акций), млн.	123
Индикативная цена, \$ / акция	6,46

Источник: Тройка Диалог

ОЦЕНКА МЕТОДОМ ДПДС

Анализ методом ДПДС дает стоимость Трансаэро равной \$7,21 за акцию. В оценочной модели использованы следующие допущения.

- Средний рост пассажирооборота в 2010–2015 годах – 11,7% в год, рост выручки на кресло-километр – в среднем на 5% в год.
- Прогноз цен на нефть – \$115 за баррель.
- Стоимость долга компании после налогов – 9,0%, доля заемных средств в капитале – 40%.

Модель ДПДС Трансаэро, \$ млн.

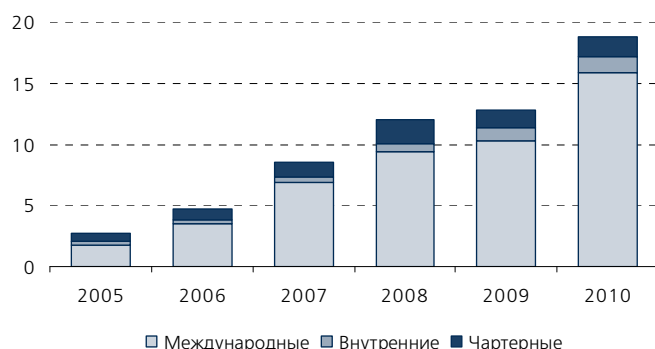
		2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Операционная прибыль		123	165	187	235	320
Операционные налоги		-25	-33	-37	-47	-64
Амортизация		100	103	104	105	106
Капиталовложения и платежи за финансовый лизинг		-211	-212	-175	-175	-175
Изменение оборотного капитала		-39	-40	-30	-33	-44
Свободные денежные потоки		-51	-18	48	84	143
Коэффициент дисконтирования		1,00	0,89	0,80	0,71	0,63
Дисконтированные свободные денежные потоки		-51	-16	38	60	91
				Безрисковая ставка		5%
				Премия за риск вложения в росс. акции		5%
Сумма ДПДС	121			Премия за риск вложения в акции компании		7%
Терминальная стоимость	992			Стоимость акционерного капитала		17%
Стоимость предприятия	1 113			Стоимость долга до налогов		11%
Чистый долг	-325			Стоимость долга после налогов		9%
Стоимость собственного капитала	788			Доля собственных средств		40%
Выпущенные акции, млн.	154			Доля заемных средств		60%
Казначейские акции (21%)	-32			Средневзвешенная стоимость капитала		12,1%
Фундаментальная стоимость, \$ / акция	7,21			Долгосрочные темпы роста		3%

Источник: Тройка Диалог

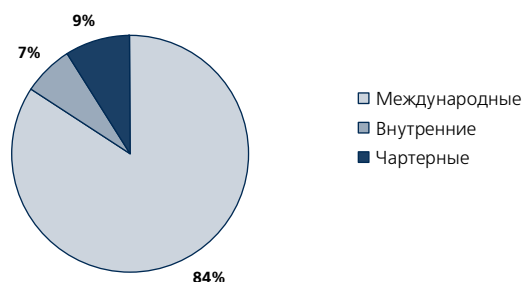
О компании

Трансаэро была основана в 1991 году. Сейчас это второй по величине российский авиаперевозчик после Аэрофлота и крупнейшая негосударственная авиакомпания по пассажирообороту и числу перевезенных пассажиров. Бизнес-модель Трансаэро ориентирована на туристические перевозки и маршруты большой протяженности, в том числе из Москвы и Санкт-Петербурга на Дальний Восток, а также, с этого года, – в Нью-Йорк, Майами, Торонто и Пекин. Это позволяет компании расти значительно быстрее конкурентов. В 2005–2010 годах пассажирооборот Трансаэро рос в среднем на 37,8% в год (среднеотраслевой показатель – 11,1%), и рыночная доля увеличилась с 6% в 2005 году до 20% в 1П11. За январь – июль текущего года пассажирооборот компании увеличился на 27% в сравнении с уровнем аналогичного периода прошлого года до 17,74 млрд. ккм. Столь впечатляющий рост обусловлен целым рядом факторов.

- Трансаэро первой из российских авиакомпаний создала самолетный парк исключительно из самолетов зарубежного производства (Boeing), которые экономичнее отечественных. Другие российские авиаперевозчики, в том числе Аэрофлот, сначала эксплуатировали отечественную технику, осуществляли замену старых самолетов на новые “иномарки” постепенно. За это время Трансаэро существенно увеличила свою долю рынка и приобрела широкую известность среди пассажиров.

Рост пассажирооборота Трансаэро по типу рейсов

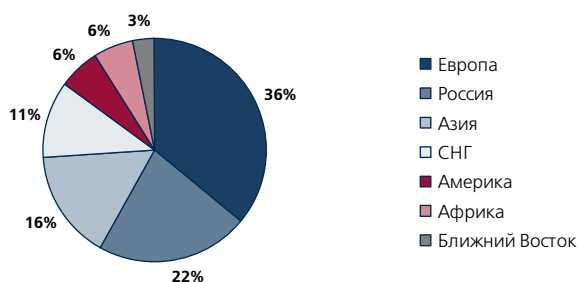
Источник: компания

Структура пассажирооборота Трансаэро в 2010 году

Источник: компания

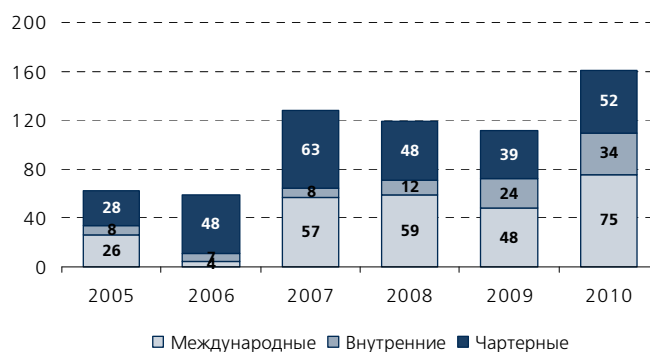
- Концепция развития компании основана на использовании широкофюзеляжных самолетов с большой дальностью полета, у которых удельные эксплуатационные расходы ниже, чем у самолетов малой и средней дальности, а удельная выручка выше. К концу 2011 года у Трансаэро будет 71 самолет, в том числе 42 (59%) широкофюзеляжных лайнера В-747, В-767 и В-777. Трансаэро – крупнейший оператор самолетов этого типа в России и Восточной Европе. Благодаря их высокой вместимости стоимость эксплуатации в расчете на один кресло-километр ниже, чем у среднемагистральных лайнеров, таких как В-737 и А-320, однако и выручка на пассажира-километр у них меньше. Трансаэро регулярно предлагает новые прямые международные рейсы большой дальности, выполняемые на широкофюзеляжных лайнерах, успешно перетягивая трафик у иностранных авиакомпаний. Эффективность управления самолетным парком, в котором помимо широкофюзеляжных машин есть несколько десятков узкофюзеляжных, заслуживает высокой оценки: так, Трансаэро была единственной российской авиакомпанией, у которой в кризисный 2009 год выросла EBITDAR (с 14,1% до 21,7%).
- Трансаэро – лидер российского рынка туристических авиаперевозок. Широкофюзеляжные самолеты хорошо подходят для перевозки большого числа пассажиров на дальние расстояния. По этой причине компания реализует почти 65% через туроператоров и агентства путешествий, которые выкупают билеты оптом. Благодаря этому у Трансаэро самый высокий среди регулярных российских авиаперевозчиков коэффициент занятости пассажирских кресел – 84% в 2010 году. В отличие от других российских авиакомпаний, осуществляющих перевозки только экономическим и бизнес-классом, Трансаэро предлагает места четырех классов: туристического экономического, премиального экономического, бизнес и империал. Столь широкий выбор позволяет эффективно обслуживать пассажиров с разным уровнем дохода и с большей гибкостью управлять своей выручкой.

Структура выручки по направлениям в 2010 году



Источник: компания

Число рейсов Трансаэро



Источник: компания

Расширение самолетного парка: ставка на широкофюзеляжные машины

Сейчас у Трансаэро 64 лайнеров Boeing и три Ту-214. Компании принадлежит 12 самолетов, остальные эксплуатируются на условиях финансового и операционного лизинга. Вместимость самолетов разнится от 115 до 500 пассажиров, благодаря чему Трансаэро может быстро реагировать на рыночные изменения и менять самолеты на маршрутах для увеличения загрузки рейсов и сокращения операционных расходов. Почти 60% самолетного парка приходится на широкофюзеляжные В-747, В-767 и В-777, у которых ниже эксплуатационные расходы в расчете на один кресло-километр: они проводят в воздухе больше времени, чем среднемагистральные самолеты, поэтому у них меньше расходы на взлет и посадку, а кроме того, у них ниже удельный расход топлива.

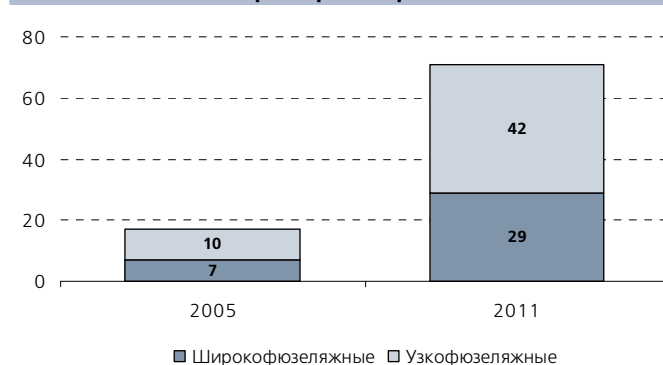
При покупке поддержанных самолетов Трансаэро предпочитает заключать контракты напрямую с авиакомпанией-продавцом. Приобретение обычно осуществляется по схеме обратного лизинга: Трансаэро продает купленный лайнер лизингодателю, после чего берет его у него же в аренду. Данная схема позволяет находить более привлекательные варианты с точки зрения качества, цены и технических характеристик: именно так Трансаэро прошлым летом приобрела 14 самолетов B-747 и B-777 у Singapore Airlines и JAL.

Самолетный парк и мощности Трансаэро

	2008	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Самолетный парк на конец периода								
Узкофюзеляжные								
B-737-300/400	7	7	7	9	12	19	27	32
B-737-500	8	10	13	15	15	15	15	15
B-737-800	0	2	2	2	4	6	8	10
Ty-214	2	3	3	3	3	3	3	3
Широкофюзеляжные								
B-767-200/300	11	11	12	12	12	12	12	12
B-747-200/300	10	8	8	4	2	1	0	0
B-747-400	3	3	6	14	14	14	14	14
B-777	0	3	8	12	14	16	18	20
Всего	41	47	59	71	76	86	97	106
Увеличение (уменьшение) самолетного парка								
Узкофюзеляжные								
B-737-300/400	0	0	0	2	3	7	8	5
B-737-500	1	2	3	2	0	0	0	0
B-737-800	0	2	0	0	2	2	2	2
Широкофюзеляжные								
B-767-200/300	0	0	1	0	0	0	0	0
B-747-200/300	4	-2	0	-4	-2	-1	-1	0
B-747-400	3	0	3	8	0	0	0	0
B-777	2	0	5	4	2	2	2	2
Всего	10	2	12	12	5	10	11	9
Число мест								
Узкофюзеляжные								
B-737-300/400	944	944	944	1 066	1 371	1 981	2 896	3 689
B-737-500	758	909	1 162	1 414	1 515	1 515	1 515	1 515
B-737-800	0	164	328	328	492	820	1 148	1 476
Ty-214	273	455	546	546	546	546	546	546
Широкофюзеляжные								
B-767-200/300	2 100	2 570	2 688	2 808	2 810	2 810	2 810	2 810
B-747-200/300	4 216	4 464	3 968	2 976	1 488	744	248	0
B-747-400	704	1 056	1 584	3 520	4 928	4 928	4 928	4 928
B-777	0	459	1 683	3 060	3 978	4 590	5 202	5 814
Всего	8 995	11 021	12 902	15 718	17 128	17 934	19 293	20 778
Общий налет	113 251	125 082	160 176	209 827	238 220	261 629	294 198	325 175
Средний налет одного самолета	2 762	2 661	2 715	2 955	3 134	3 042	3 033	3 068
Предельный пассажирооборот, тыс. ед.	21 256	22 979	31 427	42 212	46 516	48 505	51 781	55 414
Изменение	43,7%	8,1%	36,8%	34,3%	10,2%	4,3%	6,8%	7,0%
Загрузка рейсов	82,6%	81,5%	83,7%	84,0%	84,0%	84,0%	84,1%	84,1%
Пассажирооборот, тыс. ед.	17 549	18 733	26 294	35 458	39 082	40 763	43 527	46 592
Изменение	49,2%	6,7%	40,4%	34,9%	10,2%	4,3%	6,8%	7,0%

Источник: компания, Тройка Диалог

Рост самолетного парка Трансаэро



Источник: компания, Тройка Диалог

В 2010 Трансаэро получила 12 новых самолетов: 11 широкофюзеляжных В-767, В-747-400 и В-777 и один узкофюзеляжный В-737. В результате предельный пассажирооборот компании увеличился на 37% до 31,4 млрд. кресло-километров. В этом году планируется приобрести еще 17 новых лайнеров и списать до пяти устаревших воздушных судов, что позволит увеличить провозные емкости еще на 34,3% до 42,2 млрд. ккм (у Аэрофлота они составляют 58,8 млрд. ккм).

Как мы полагаем, Трансаэро продолжит реализовывать программу расширения и обновления парка судов. В 2013–2015 годах компания, по нашим оценкам, будет ежегодно приобретать по 5–10 новых самолетов. Уже заключен контракт с Airbus на покупку восьми новых A320 NEO на сумму \$730 млн., которые заменят устаревающие В-737-400/500.

САМЫЙ НИЗКИЙ ДОХОД НА ПАССАЖИРО-КИЛОМЕТР, НО САМАЯ ВЫСОКАЯ ЗАГРУЗКА РЕЙСОВ

Благодаря преобладанию в самолетном парке воздушных судов Трансаэро широкофюзеляжных машин, эксплуатационные расходы в расчете на один кресло-километр у компании ниже, чем у конкурентов, как ниже и доход на один пассажиро-километр. По нашим оценкам, в 2010 году Трансаэро заработала в среднем \$0,066 на пассажиро-километр, тогда как Аэрофлот – \$0,089, а ЮТэйр – \$0,11. По нашим прогнозам, доходность пассажирооборота Трансаэро в текущем году вырастет на 7% в рублевом выражении, а среднегодовой рост в течение пяти лет составит 5,0%.

Компания продает авиабилеты двумя способами. Первый способ – продажа оптовыми партиями туристическим операторам и агентствам путешествий. На него приходится большая доля совокупных продаж компании (66% в 2010 году). В розницу (34%) билеты продаются через билетные агентства, через интернет и напрямую клиентам. Благодаря существующей политике дистрибуции у Трансаэро самый высокий коэффициент занятости пассажирских кресел среди крупнейших российских регулярных авиаперевозчиков (84% в 2010 году).

Операционные показатели



Источник: компания, Тройка Диалог

Доход на пассажиро-километр



Источник: компания, Тройка Диалог

Прогноз финансовых результатов

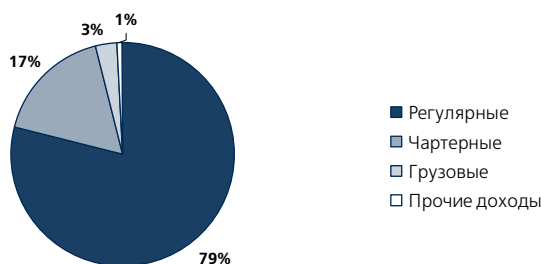
Трансаэро еще не опубликовала отчетность по МСФО за 2010 год. В основе наших прогнозов – результаты за 2007–2009 годы и актуальные операционные показатели за 2010 год и 7М11.

ФАКТОРЫ РОСТА ВЫРУЧКИ

По нашим оценкам, выручка в 2010 году увеличилась 57,1% в годовом выражении до \$1,75 млрд. На регулярные рейсы пришлось, как мы полагаем, 80% доходов, на чартерные и грузовые перевозки – 20%. Наш прогноз выручки на текущий год – \$2,5 млрд., что на 47,5% выше

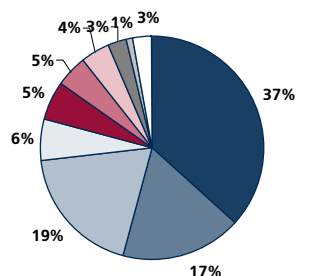
показателя прошлого года. Основными факторами роста выручки должны стать увеличение фактического пассажирооборота и 6%-й рост рублевого дохода на пассажирокилометр – это выше прогнозной динамики доходности у Аэрофлота и ЮТэйр. В 2013–2015 годах рост выручки замедлится, а средний годовой рост выручки в 2010–2015 годах составит 17,6%.

Структура выручки по типу рейсов в 2010 году (оценка)



Источник: Тройка Диалог

Структура расходов в 2010 году (оценка)



- Топливо
- Аэропортовое и навигационное обслуживание
- Расходы на персонал
- Амортизация
- Техническое обслуживание
- Обработка грузов и питание пассажиров
- Операционный лизинг
- Агентские комиссии
- Страхование
- Прочие общие, коммерч. и админ. расходы

Источник: Тройка Диалог

ТОПЛИВНЫЕ РАСХОДЫ

По нашей оценке, в 2010 году на топливные расходы пришлось 37% совокупных затрат Трансаэро. Если предположить, что средняя стоимость одной тонны авиационного керосина в прошлом году составила \$525, можно рассчитать, что Трансаэро использовала около 0,9 млн. т топлива. Удельный расход, таким образом, составил 0,28 г / ккм, что намного ниже аналогичного показателя у Аэрофлота и ЮТэйр и объясняется структурой самолетного парка компании. В этом году авиакеросин подорожал на 58%, и мы полагаем, что доля топливных расходов в совокупных издержках компании вырастет до 39%. Поскольку парк воздушных компании состоит в основном из самолетов иностранного производства, потенциал дальнейшего повышения топливной эффективности невелик.

Топливная эффективность

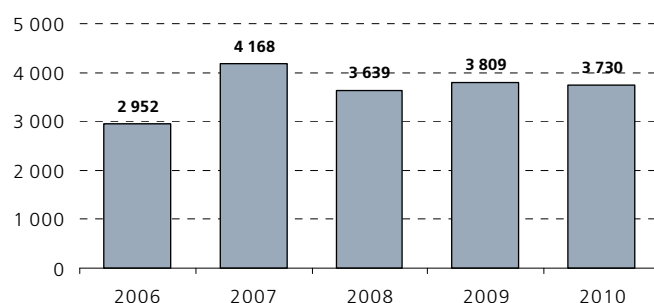


Источник: компания, Тройка Диалог

РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ

Расходы на персонал в прошлом году составили 19% совокупных издержек Трансаэро. По мере динамичного роста компании штат сотрудников увеличился на 43% до 7 000 человек. В 2011 году он, по нашим оценкам, вырастет еще на 35% до 9 500 человек. Рост заработных плат, как мы полагаем, будет на уровне инфляции.

Пассажирооборот на одного сотрудника, тыс. пкм



Источник: компания

ОПЕРАЦИОННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ ЛИЗИНГ

До этого года Трансаэро предпочитала работать с поставщиками по договорам финансового, а не операционного лизинга: из-за высоких импортных пошлин на самолеты иностранного производства первый вариант был целесообразнее с финансовой точки зрения. По нашим оценкам, в 2010 году на самолеты, эксплуатируемые компанией на условиях финансовой аренды, приходилось 47,5% парка. Общая сумма активов, приобретенных по договорам финансового лизинга, на балансе компании в конце 2010 года составила \$1,4 млрд. Ставка по договорам финансового лизинга для Трансаэро равняется 9–10%, что намного выше лизинговых ставок для Аэрофлота (1,5–2,0%) и ЮТэйр. Высокая стоимость фондирования – основной недостаток компании, объясняющийся рядом причин. Во-первых, финансовое положение Трансаэро менее стабильно, чем Аэрофлота и ЮТэйр, у которых есть существенные источники дополнительного дохода (в первом случае – роялти за пролет зарубежных авиакомпаний по транссибирским маршрутам, во втором – выручка от вертолетных работ). Кроме того, Трансаэро закупает главным образом поддержанные самолеты и не полагается на поддержку американских и европейских экспортных агентств.

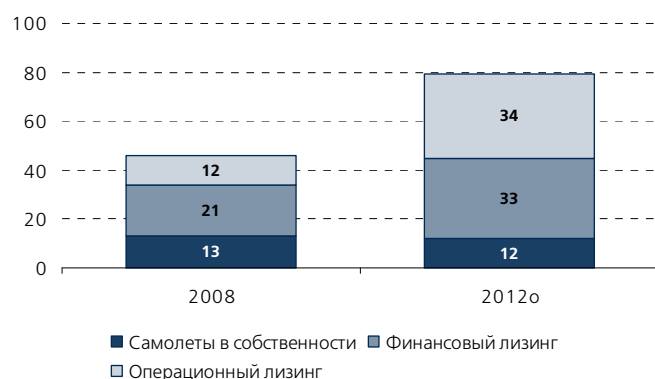
Структура самолетного парка Трансаэро

	2007	2008	2009	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Самолетный парк									
Самолеты в собственности	3	13	12	12	12	12	12	12	12
Финансовый лизинг	15	21	27	34	33	36	44	53	60
Операционный лизинг	13	12	13	18	34	41	52	64	73
Всего	31	46	52	59	71	76	86	97	106

Источник: компания, Тройка Диалог

В этом году импортные пошлины на некоторые типы самолетов были отменены, в связи с чем операционный лизинг стал более выгодным для Трансаэро и, возможно, чуть дешевле, чем финансовый лизинг. По нашим оценкам, доля самолетов, эксплуатируемых компанией на условиях операционного лизинга, увеличилась с 31% в 2010 году до 48% в 2011.

Валовый долг компании на конец 2010 года, по нашим оценкам, составил \$1,4 млрд. с учетом обязательств по финансовому лизингу (без учета этих обязательств – \$325 млн.), а отношение чистого долга к EBITDA – 1,3, что является вполне комфортным уровнем.

Структура самолетного парка по сроку лизинга

Источник: компания, Тройка Диалог

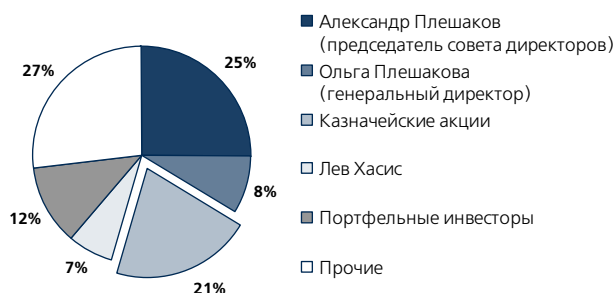
Структура долга в 2010 году (оценка)

Источник: компания, Тройка Диалог

Структура собственности и IPO

Основателям Трансаэро, семье Плешаковых, принадлежит 54,4% акций компании, в том числе 21%, находящийся на балансе. В 2007 году компания провела частное размещение, в ходе которого 12% акций было продано портфельным инвесторам.

Компания планирует вскоре продать казначейские акции посредством IPO и направить привлеченные средства на расширение самолетного парка.

Структура собственности в 2010 году

Источник: компания

Структура собственности

Александр Плешаков	25,0%
Казначейские акции	21,0%
Ольга Плешакова	8,0%
Prosperity Capital Management	5,0%
Лев Хасис	6,1%
Прочие	34,9%

Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.

	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	1 125	1 752	2 487	2 895	3 170	3 536	3 936
Себест. реализации	(972)	(1 533)	(2 307)	(2 662)	(2 907)	(3 214)	(3 518)
Валовая прибыль	154	218	179	233	263	322	417
Валовая рентаб.	13,7%	12,5%	7,2%	8,0%	8,3%	9,1%	10,6%
Общ., ком. и админ. расх.	(44)	(43)	(56)	(68)	(77)	(87)	(97)
EBITDA	202	272	223	267	290	340	426
Скорректированная EBITDA	202	272	223	267	290	340	426
Рентабельность по EBITDA	17,9%	15,5%	9,0%	9,2%	9,2%	9,6%	10,8%
Амортизация	(91)	(96)	(100)	(103)	(104)	(105)	(106)
Операц. прибыль	110	176	123	165	187	235	320
Чист. проц. доход	(123)	(159)	(155)	(154)	(156)	(155)	(149)
Доходы (расх.) по курс. разн.	(34)	—	—	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	(25)	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	(4)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
Однократные статьи	—	—	—	—	—	—	—
Прибыль до налогообл.	(75)	15	(34)	10	30	79	171
Налог на прибыль	13	(3)	7	(2)	(6)	(16)	(34)
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Прекращаемая деятельность	270	—	—	—	—	—	—
Чистая прибыль	208	12	(27)	8	24	63	136
Скоррект. чистая прибыль	(62)	12	(27)	8	24	63	136
Чистая рентаб.	(5,5%)	0,7%	(1,1%)	0,3%	0,7%	1,8%	3,5%
Доход на акцию	0,97	0,06	(0,12)	0,04	0,11	0,29	0,63
Скорректированный доход на акцию	0,97	0,06	(0,12)	0,04	0,11	0,29	0,63
Балансовый отчет							
Активы							
Ден. ср-ва и их эквив.	11	18	25	29	32	35	39
Дебит. задолж-ть	342	488	707	832	920	1 026	1 142
ТМЗ	16	24	36	42	46	51	56
Проч. оборот. активы	1	—	—	—	—	—	—
Оборотные активы	369	530	769	903	998	1 113	1 237
Основные средства	1 085	1 649	1 718	1 765	1 780	1 796	1 812
Активы	1 455	2 179	2 486	2 668	2 778	2 909	3 049
Обязательства							
Краткоср. заимств.	404	359	330	263	263	263	196
Кредит. задолж-ть	248	386	578	668	730	808	885
Проч. текущ. обяз-ва	89	93	94	94	94	94	94
Всего текущ. обяз-ва	742	837	1 002	1 025	1 087	1 165	1 175
Долгоср. заимств.	615	1 227	1 394	1 545	1 570	1 560	1 554
Проч. долгоср. обяз-ва	75	78	79	79	79	79	79
Всего долгоср. обяз-ва	690	1 306	1 474	1 625	1 650	1 639	1 633
Обязательства	1 432	2 143	2 476	2 650	2 737	2 804	2 808
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Собств. ср-ва	23	37	10	18	41	105	241
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	1 455	2 179	2 486	2 668	2 778	2 909	3 049
Чистый долг (денежные средства)	1 083	1 647	1 779	1 859	1 881	1 867	1 790
Отчет о движении денежных средств							
Чистая прибыль	208	12	(27)	8	24	63	136
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Амортизация	91	96	100	103	104	105	106
Изм. оборот. капит.	(6)	(13)	(38)	(40)	(30)	(33)	(44)
Изм. прочих активов	—	—	—	—	—	—	—
Ден. потоки от осн. деят-ти	294	95	35	70	97	134	198
Расх. на воспр. осн. фондов	(91)	(96)	(100)	(103)	(104)	(105)	(106)
Расх. на развитие бизнеса	(175)	(566)	(67)	(47)	(16)	(16)	(16)
Прочие инвестиции	—	—	—	—	—	—	—
Ден. потоки от инвест. деят.	(267)	(662)	(167)	(150)	(119)	(120)	(121)
Изменение долга	(135)	566	138	84	25	(10)	(73)
Дивиденды	—	—	—	—	—	—	—
Выпуск (выкуп) акций	—	—	—	—	—	—	—
Прочие статьи	9	3	1	—	—	—	—
Ден. потоки от фин. деят.	(126)	570	139	84	25	(10)	(73)
Влияние курсовых разниц	—	—	—	—	—	—	—
Чист. изм. ден. ср-в	(99)	3	8	4	3	4	4
Коэффициенты							
Цена / прибыль	6,2	—	отр.	—	54,5	20,4	9,4
Стоимость предприятия / EBITDA	9,0	8,7	11,2	9,7	9,0	7,6	5,9
Цена / капитал	55,8	35,2	>100	72,4	31,1	12,3	5,3
Доход на капитал	отр.	33,9%	отр.	42,9%	57,0%	60,4%	56,6%
Доход на вложенный капитал	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	0,9%
Дивиденды на акцию	0	0	0	0	0	0	0
Дивидендная доходность	—	—	—	—	—	—	—
Цена / выручка	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Цена / денежные потоки	4,4	13,5	36,3	18,4	13,3	9,6	6,5
Рост выручки	-22%	56%	42%	16%	9%	12%	11%
Рост EBITDA	31%	35%	-18%	20%	9%	17%	25%
Рост дохода на акцию	—	-94%	—	—	210%	168%	116%

Источник: компания, Тройка Диалог

Обыкн.	UTAR RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$0,47
Целевая цена	\$0,50 > \$0,76
Потенциал	61%
Свободное обрац.	21%

Обыкн.	TMAT RU
Средняя цена	\$0,55

Капитализация	\$272 млн.
Ст-ть предпр.	\$2 191 млн.
ADT (100 дней)	\$0,1 млн.

Цена на 6 сентября 2011

Важнейшие показатели

	2009	2010	2011г	2012г
Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.				
Выручка	1 056	1 462	2 083	2 510
EBITDA	129	205	220	375
Операц. приб.	59	104	106	218
Чистая прибыль	3	13	6	49
EPS, цент	0,56	2,59	1,13	9,66
Рентабельность				
по EBITDA	12%	14%	11%	15%
по операц. приб.	6%	7%	5%	9%
по чист. приб.	-2%	1%	-0%	2%
Коэффициенты				
Цена / выручка	0,3	0,2	0,1	0,1
Ст. предпр./EBITDA	7,2	5,6	9,9	7,4
Цена / прибыль	84,0	18,2	41,9	4,9
Цена / ден. поток	4,2	2,3	2,2	1,4
Рост				
Выручка	-16%	38%	42%	21%
EBITDA	65%	59%	7%	70%
EPS	—	362%	-57%	758%

Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	-7,6	-9,6	-17,5	-11,9
По отношению к РТС	7,5	11,1	8,7	-6,4

Динамика цены акций, \$

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

ЮТэйр

По-видимому, инвесторы подходят к оценке ЮТэйр как к обычной авиакомпании с типичными отраслевыми рисками, не уделяя должного внимания чрезвычайно прибыльному вертолетному подразделению, операционная рентабельность которого составляет 40%. Денежные потоки, генерируемые вертолетным сегментом, создают прочный фундамент для быстрого развития авиаперевозок, пассажирооборот которых за январь – июль 2011 года увеличился на 31,2% с уровня годичной давности. ЮТэйр – третий по величине авиаперевозчик в России (доля рынка – 7%). Стратегическая цель компании – расширение региональной маршрутной сети и обновление старого, неэкономичного авиапарка путем закупки к 2014 году около 100 новых региональных лайнеров средней дальности производства Boeing, ATR, Bombardier и Sukhoi, что позволит пассажирским авиаперевозкам стать рентабельными. Учитывая хорошие операционные результаты и ускоренное увеличение провозной емкости, мы повышаем целевую цену акций ЮТэйр до \$0,76 и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

■ **Топливная эффективность низкая, но скоро ситуация улучшится.** По нашим прогнозам, в 2011 году вследствие подорожания авиатоплива рентабельность ЮТэйр по EBITDAR снизится на 357 п. п. до 18,7%. Впрочем, сейчас повышение стоимости топлива менее болезненно для компании, чем в 2008 году, поскольку она ускоренно обновляет самолетный парк, приобретая более экономичные самолеты Boeing и ATR. В этом году ЮТэйр получит до 30 новых самолетов и сможет частично заменить Ту-134 и Ту-154 (их доля в авиапарке уменьшится примерно до 40%). Полное обновление авиапарка ЮТэйр произойдет к 2015 году или ранее, и в результате топливная эффективность компании станет такой же, как у Аэрофлота и Трансаэро, а самолетный сегмент сможет стать прибыльным. Благодаря этому совокупная рентабельность компании по EBITDAR должна возрасти до 24,2%. После получения десятков новых самолетов провозная емкость компании должна за 2011 год увеличиться на 34,2% до 10,7 млрд. кресло-километров, пассажирооборот – на 35%, а коэффициент загрузки кресел – составить 76%. Операционные результаты ЮТэйр за январь – июль 2011 года превосходны: пассажирооборот увеличился на 31,2% с уровня годичной давности.

■ **Вертолетные работы – отличный бизнес, но он нуждается в инвестициях.** В 2010 году вертолетное подразделение ЮТэйр принесло 40% консолидированной выручки и всю операционную прибыль компании, а его операционная рентабельность составила 40%. Однако почти половина вертолетов устарела и нуждается в замене. До 2015 года ЮТэйр потратит до \$800 млн. на закупку 85 новых вертолетов (сорока Ми-171, двадцати AS 350, пятнадцати EC-175 и десяти Ми-34С1). В результате совокупный налет вертолетного подразделения, по нашим оценкам, к 2015 году увеличится на 20%.

Примерно 63% выручки вертолетный сегмент компании получает от контрактов с ООН, но мы полагаем, что эта доля будет постепенно сокращаться, т. к. ЮТэйр открывает по всему миру новые представительства, предлагая вертолетные услуги. Быстрый рост компании нивелирует существенная долговая нагрузка: коэффициент “чистый долг / EBITDA 2011о” составляет 3,3, и это серьезный риск.

- **Оценка.** Поскольку у самолетного и вертолетного сегментов разные темпы роста и доходность, ЮТэйр следует сравнивать как с традиционными авиакомпаниями, так и с вертолетными операторами. Целевая цена акций компании – простое средней оценки по коэффициенту EVR/EBITDAR (принят равным 5,5) и анализа методом ДПДС, в котором средневзвешенная стоимость капитала составляет 11,2%, а терминальные темпы роста – 3%. Мы видим значительный потенциал роста ЮТэйр, но отмечаем низкую ликвидность акций и недостаточную открытость компании для инвесторов.

Оценка

Мы повышаем целевую цену акций ЮТэйр с \$0,50 до \$0,76, учитывая следующие факторы.

- Мы пересмотрели финансовые прогнозы на 2011–2012 годы. В августе 2011 года компания представила хорошие финансовых результаты за 2010 год по МСФО. Консолидированная выручка (\$1,4 млрд.) превысила наши ожидания на 19%, консолидированная операционная прибыль (\$104 млн.) – на 18%. С другой стороны, 58%-е повышение цен на авиатопливо за январь – июль нынешнего года с уровня годичной давности не может не сказываться на рентабельности.

Пересмотр финансовых прогнозов, \$ млн.

	2010ф	2010о	ф / о	2011о			2012о		
				Новый	Прежний	Изм.	Новый	Прежний	Изм.
Выручка	1 462,0	1 230,0	19%	2 082,9	1 529,0	36%	2 510,1	1 953,0	29%
EBITDA	205,1	178,0	15%	220,4	228,0	-3%	374,9	327,0	15%
Операционная прибыль	103,7	88,0	18%	105,7	133,0	-21%	217,6	217,0	0%
Чистая прибыль	13,1	3,0	338%	5,7	36,0	-84%	49,0	97,0	-50%

Источник: компания, Тройка Диалог

- Превосходные операционные результаты за 7М11 вывели ЮТэйр с четвертого места в рейтинге крупнейших российских авиаперевозчиков на третье. Он обогнал S7 и теперь уступает лишь Аэрофлоту и Трансаэро. Мы полагаем, что в обозримом будущем операционные результаты останутся сильными (по оценкам, в 2010–2015 годах пассажирооборот будет ежегодно увеличиваться в среднем на 24,9%), и не исключаем, что компания даже сможет выйти на второе место в российской авиатранспортной отрасли.
- В этом году ЮТэйр проведет масштабное обновление авиапарка: в него войдет до 30 новых самолетов средней дальности B-737-800NG и региональных ATR. Благодаря этому предельный пассажирооборот компании за год увеличится на 36%, а до 2015 года средний годовой темп роста составит 25%.
- Вместе с тем из эксплуатации будет выведено большинство Ту-134 и Ту-154, благодаря чему расход топлива на креслокилометр снизится, по нашей оценке, с 0,33 г до 0,28 г. Это особенно важно ввиду подорожания топлива, доля расходов на которое в общей структуре затрат в 2011 году увеличится с 26% до 33%. В итоге рентабельность компании по EBITDAR уменьшится с 22,3% до 18,7%.

ОЦЕНКА НА ОСНОВЕ ЦЕЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

ЮТэйр – уникальная авиакомпания, сочетающая очень прибыльный вертолетный бизнес с убыточным подразделением пассажирских авиаперевозок. По-видимому, инвесторы подходят к оценке ЮТэйр как к обычной авиакомпании с типичными отраслевыми рисками, не уделяя должного внимания чрезвычайно прибыльному вертолетному подразделению, генерирующему крупные денежные потоки, частично используемые для развития пассажирских авиаперевозок. Поскольку у самолетного и вертолетного сегментов разные темпы роста и доходность, следует сравнивать ЮТэйр и с авиакомпаниями, и с вертолетными операторами с развивающихся рынков.

На развивающихся рынках работает более десяти сопоставимых с ЮТэйр авиакомпаний. Среднее значение коэффициента EVR/EBITDAR 2011о в этой выборке равно 6,8, цена / прибыль – 12,2. В сегменте вертолетных операторов выбор невелик: на мировом фондовом рынке представлено лишь три таких компании: Bristow Group, Petroleum Helicopters и Canadian Helicopters. Ликвидны бумаги только первой компании (рыночная капитализация – \$1,5 млрд.). В отличие от авиакомпаний, вертолетные операторы не пользуются лизинговыми схемами, поэтому в оценке лучше всего ориентироваться на коэффициенты “стоимость предприятия / EBITDA” и “цена / прибыль”. У Bristow Group, оказывающей услуги нефтегазовым компаниям, коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2011о” равен 5,4, “цена / прибыль” – 12,7. Между тем компания уже прошла этап быстрого роста: за 2010 год ее операционная прибыль увеличилась на 11,4% по сравнению с 29,6% у ЮТэйр.

Было бы логично оценивать стоимость каждого сегмента бизнеса ЮТэйр по отдельности, но поскольку компания не раскрывает подробную информацию отдельно по каждому подразделению, корректно сделать это не представляется возможным. Поэтому мы опираемся на консолидированные результаты. Мы используем целевое значение коэффициента EVR/EBITDAR 2011о (5,5), рассчитанное на основе консолидированной EBITDAR, что соответствует 20%-му дисконту за недостаточную ликвидность акций и открытость компании для инвесторов. По нашим прогнозам, EBITDAR в 2011 году составит \$390 млн. Таким образом, стоимость акционерного капитала, рассчитанная на основе целевых коэффициентов, равна \$0,73 за акцию.

Оценка на основе коэффициентов, \$ млн.

Целевой коэф. EVR/EBITDAR	5,5
EBITDAR	390
Стоимость предприятия	2 143
Чистый долг (с учетом финансового лизинга)	-877
Плата за операционный лизинг	-844
Доля меньшинства	-18
Рыночная капитализация	404
Число акций, млн.	577
Стоимость акционерного капитала, \$ / акция	0,73

Источник: Тройка Диалог

ОЦЕНКА МЕТОДОМ ДПДС

Оценка методом ДПДС на основе пересмотренных прогнозов дает фундаментальную стоимость ЮТэйр равной \$0,79 за акцию. По нашим оценкам, в структуру капиталовложений компании входят средства на закупку вертолетов и основные платежи, совершаемые в рамках финансового лизинга. Мы считаем, что премия за специфический риск у ЮТэйр должна быть на 2 п. п. больше, чем у Аэрофлота, ввиду низкой ликвидности и более высокой стоимости заемных средств до налогов (10%).

Модель ДПДС, \$ млн.

	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
Операционная прибыль	106	218	307	436	613
Операционные налоги	-21	-44	-61	-87	-123
Амортизация	115	157	202	244	239
Капиталовложения	-304	-364	-423	-374	-423
Изменение оборотного капитала	-12	-37	-35	-55	-57
Свободные денежные потоки	-117	-69	-11	164	249
Фактор дисконтирования	1	1	1	1	1
Дисконтированные свободные ден. потоки	-117	-62	-9	119	163
Безрисковая ставка					5,0%
Премия за риск вложения в рос. акции					5,0%
Премия за специфические риски компании					6,0%
Стоимость акционерного капитала					16,0%
Стоимость долга до налогов					10,0%
Стоимость долга после налогов					8,0%
Целевая структура капитала					
Доля собственных средств					40,0%
Доля заемных средств					60,0%
Средневзвешенная стоимость капитала					11,2%
Терминальные темпы роста					3,0%
Сумма ДПДС	95				
Терминальная стоимость	2 049				
Стоимость предприятия	2 144				
Доля меньшинства	-17				
Чистый долг	-1 721				
Приведенная стоимость собственного капитала	406				
Число акций, млн.	577				
Фундаментальная стоимость, \$ / акция	0,79				

Источник: Тройка Диалог

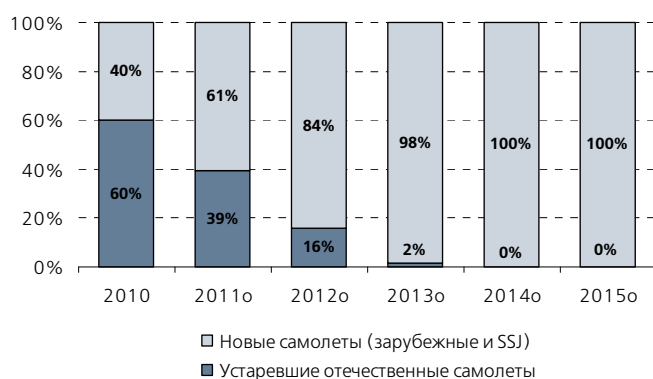
Какие ключевые факторы влияют на стоимость ЮТэйр?

На оценку компании в ближайшие годы будут влиять несколько факторов:

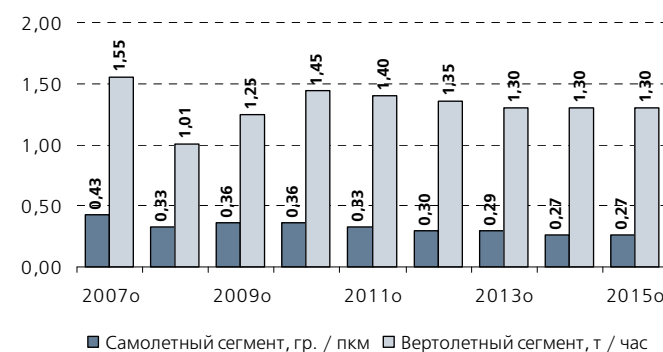
- динамика цен на авиатопливо;
- модернизация авиационного парка и значительное расширение провозных емкостей, повышение топливной эффективности и рентабельности;
- хорошие операционные результаты самолетного сегмента в 2011 году и далее;
- быстрое развитие вертолетного бизнеса ЮТэйр в масштабах всего мира.

МОДЕРНИЗАЦИЯ АВИАПАРКА ДОЛЖНА КОМПЕНСИРОВАТЬ ЭФФЕКТ РОСТА ЦЕН НА ТОПЛИВО

Основной недостаток ЮТэйр – низкая топливная эффективность самолетного авиапарка. В конце 2010 года у компании было в общей сложности 184 единицы авиатехники, в том числе 76 неэкономичных Ту-134, Ту-154 и Як-40 и лишь 51 современный самолет зарубежного производства (Boeing, ATR и Bombardier). Компания не публикует структуру топливных расходов отдельно по самолетному и вертолетному подразделению, но мы полагаем, что их соотношение примерно равно 80:20 (структура выручки в 2010 году составляла 70:30). Это соответствует среднему удельному расходу топлива на креслокилометр в 2010 году на уровне 0,33 гр. по сравнению с 0,28 гр. у Аэрофлота и Трансаэро.

Структура авиапарка ЮТэйр

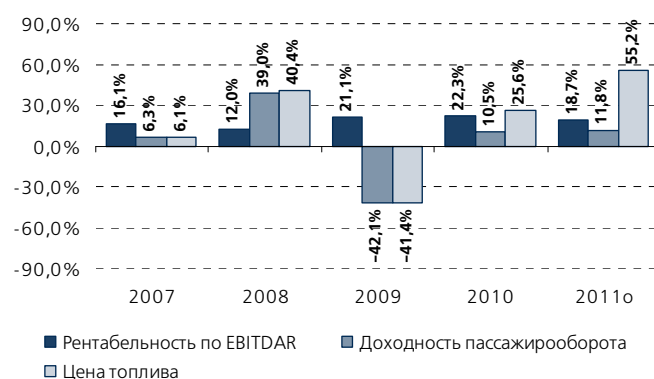
Источник: компания, Тройка Диалог

Топливная эффективность подразделений ЮТэйр

Источник: Тройка Диалог

В 2011 году ЮТэйр выведет из эксплуатации 15–20 советских самолетов и приобретет 30 новых самолетов – региональных и средней дальности (ATR-42/75, CRJ-200 и B-737-800NG), что повысит топливную эффективность авиапарка. Не исключено, что благодаря этому самолетный сегмент мог бы в этом году стать прибыльным, если бы не рост цен на авиатопливо, который может привести к повышению расходов за год на 40,7%. В итоге пассажирские авиаперевозки, вероятнее всего, останутся убыточным. Доля топливных расходов в общей структуре возросла с 26,4% в 2010 году до 32,8% в 2011, а рентабельность по EBITDAR должна уменьшиться с 22,3% до 18,7%. Все же эти показатели лучше уровня 2008 года, когда цены на авиатопливо достигли максимума, а рентабельность по EBITDAR составила 6,4%, т. к. большая часть самолетов ЮТэйр была устаревшей.

Рентабельность по EBITDAR, доходность пассажирооборота и цена топлива (изменение за год)



Источник: компания, Bloomberg, Тройка Диалог

К 2015 году ЮТэйр должна получить около 100 самолетов, которые полностью заменят отечественную технику и позволят компании уменьшить удельное потребление топлива примерно до уровня Аэрофлота и Трансаэро – 0,28 гр. / ккм. Оно может быть и еще ниже, т. к. основу авиапарка составят региональные лайнеры, потребляющие меньше топлива. В результате самолетное подразделение ЮТэйр сможет выйти на уровень прибыльности (операционная рентабельность может составить 2–3%).

РАСШИРЕНИЕ АВИАПАРКА И ПРОВОЗНОЙ ЕМКОСТИ

В основе стратегии ЮТэйр – расширение внутрироссийских маршрутов малой и средней протяженности, как правило, соединяющих крупные города с небольшими. Поэтому авиапарк компании в основном состоит из региональных лайнеров (ATR и Bombardier) и самолетов средней дальности (B-737), в то время как дальнемагистральных B-757 всего два. Компания пользуется преимуществами большого авиапарка региональных самолетов: другим авиаперевозчикам, эксплуатирующим преимущественно самолеты средней и большой дальности, в этой нише конкурировать с ЮТэйр трудно. Кроме того, ЮТэйр переманил часть клиентов у РЖД, постоянно повышавших цены на железнодорожные билеты. Основные базы компании – аэропорты Внуково в Москве и Рощино в Тюмени.

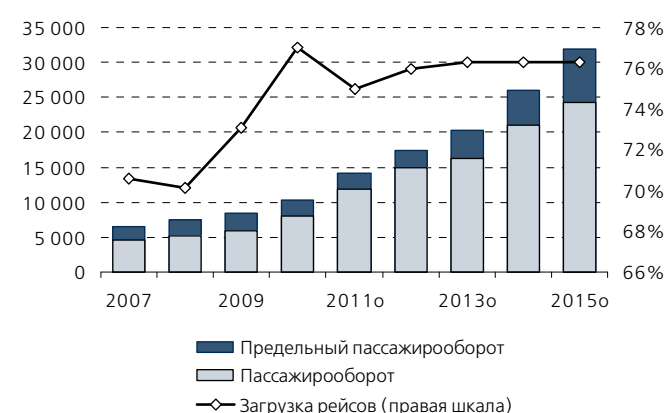
В прошлом году предельный пассажирооборот ЮТэйр увеличился на 23,8% до 10,4 млрд. ккм, что в пять раз меньше, чем у Аэрофлота. По этому показателю ЮТэйр – четвертый по величине авиаперевозчик в России после Аэрофлота, Трансаэро и S7. После приобретения в 2011 году новых самолетов компания планирует увеличить мощность на 35,9% до 14,0 млрд. ккм – это будут самые высокие темпы роста в отрасли. При загрузке рейсов на уровне 76% пассажирооборот компании в 2011 году должен повыситься на 34,2% до 10 млрд. пкм. По нашим оценкам, в этом году ЮТэйр перевезет 7 млн. пассажиров (на 35% больше, чем в прошлом году) и выйдет на третье место в национальном рейтинге крупнейших авиакомпаний России.

Расширение авиационных мощностей ЮТэйр, шт.

	2010	2011о	2012о	2013о	2014о	2015о
B-757-200	2	5	5	5	5	5
B-737-800NG	–	9	12	20	27	35
B-737-400/500	22	27	27	24	20	14
CRJ-200	12	15	15	15	15	15
ATR-42/72	15	24	37	37	37	37
B-767	–	–	1	4	10	10
SSJ-100	–	–	5	10	20	30
Ty-154M	20	14	4	–	–	–
Як-40	3	2	–	–	–	–
Ty-134	28	22	7	2	–	–
Ан-24/26	25	17	8	–	–	–
Всего	127	135	121	117	134	146
Отечественные самолеты	76	55	19	2	–	–
Новые самолеты	51	80	102	115	134	146
Всего налет	165 842	216 621	278 300	282 555	339 791	388 730
Средний налет самолета	2 500	2 200	2 300	2 415	2 536	2 663
Число кресел	5 735	9 226	10 786	11 958	14 615	17 090
Предельный пассажирооборот	10 368	14 090	17 365	20 214	25 942	31 852
Изменение		36%	23%	16%	28%	23%
Загрузка рейсов	77,0%	76,0%	76,0%	76,3%	76,3%	76,3%
Пассажирооборот	7 982	10 709	13 197	15 423	19 794	24 303
Изменение		34%	23%	17%	28%	23%

Источник: компания, Тройка Диалог

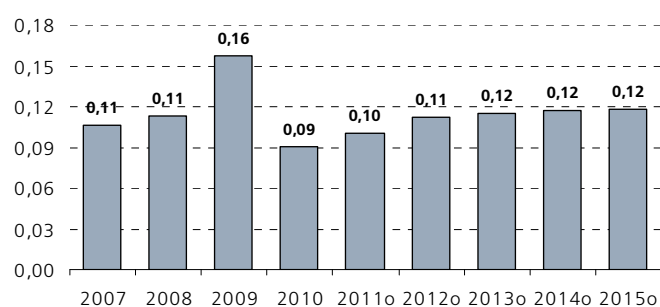
Недавно опубликованные операционные результаты ЮТэйр за январь – июль 2011 года очень хорошие и подкрепляют наши прогнозы на 2011 год. Пассажирооборот вырос на 31% с уровня годичной давности до 6,3 млрд. пкм, совокупный налет увеличился на 13% до 165 842 часов. Компания уже получила 26 новых самолетов, в том числе семь из девяти B-737-800NG. Кроме того, на международном авиакосмическом салоне МАКС-2011 ЮТэйр подписал контракт с Boeing на поставку 30 новых B-737-800/900NG (сумма контракта – \$3 млрд., поставка начнется в 2013 году).

Предельный пассажирооборот, пассажирооборот и загрузка рейсов ЮТэйр

Источник: компания, Тройка Диалог

Доходность ПАССАЖИРООБОРОТА

В 2010 году доходность пассажирооборота компании увеличилась на 10,5% в долларовом выражении (до 10 центов за пкм) и на 6% в рублевом, что выше аналогичных показателей у Аэрофлота и Трансаэро. Более 75% выручки от пассажирских авиаперевозок компания получает на внутреннем рынке. Авиатопливо существенно подорожало, и мы сомневаемся, что ЮТэйр удастся переложить этот рост цен на пассажиров: ее авиабилеты в пересчете на пассажирокилометры уже существенно дороже, чем в среднем по рынку.

Доходность пассажирооборота ЮТэйр, \$ / пкм

Источник: компания, Тройка Диалог

ЮТэйр – один из крупнейших в мире вертолетных операторов: компания эксплуатирует более 250 вертолетов. Вертолетный парк компании почти наполовину состоит из легендарных Ми-8, которые компания использует во многих странах мира на протяжении уже нескольких десятилетий, и в ближайшие годы они потребуют замены. Масштабная инвестпрограмма предусматривает приобретение к 2015 году около 85 вертолетов. На МАКС-2011 компания подписала контракт с Вертолетами России на поставку сорока Ми-171 (модификация Ми-8) на общую сумму \$380 млн. (11 млрд. руб.). Начало поставок ожидается в 2012–2013 годах. Кроме того, компания планирует закупить легкие вертолеты As-350/355 производства Eurocopter и Ми-34С1 у Вертолетов России. Они будут использоваться, в частности, в бизнес-авиации и для нужд нефтегазовой отрасли.

Вертолетный парк ЮТэйр, шт.

	2010	2011o	2012o	2013o
Ми-26Т	24	24	24	24
Ми-10К	5	5	5	5
Ми-8МВТ	33	33	33	33
Ми-171/8	47	47	67	87
Ми-8	128	128	128	128
Ка-32	5	5	5	5
As-355N/350B3	3	8	16	23
Bo-105	4	4	4	4
R-44	3	3	3	3
EC-175	0	0	5	10
Всего	252	257	290	322

Примечание. Без учета вывода из эксплуатации старых вертолетов.

Источник: компания, Тройка Диалог

В 2010 году общий налет вертолетного парка увеличился на 8% до 97 800 часов, из которых 66,5% пришлось на рейсы за рубежом и 33,5% – в России. Самый крупный клиент компании – ООН (в 2010 году на ее долю пришлось 63% выручки вертолетного подразделения). В рамках контрактов с организацией ЮТэйр эксплуатирует во многих странах мира (в основном в Африке) около 25% своего вертолетного парка. По-видимому, контракты ООН очень выгодны, учитывая, что вертолеты компании выполняют работы в зонах военных конфликтов или в рамках специальных миссий с повышенным риском, что предполагает более высокую доходность. Для выполнения миссий ООН идеально подходят – и по экономическим, и по операционным параметрам – вертолеты Ми-8 и Ми-171. Едва ли ООН сократит объем заказов для ЮТэйр, несмотря на конкуренцию со стороны других вертолетных операторов.

В последние годы ЮТэйр сосредоточилась на расширении своей международной сети. Она открывает представительства по всему миру, от Южной Африки и Перу до Индии и Европы. Здесь вертолеты компании предоставляют услуги по транспортировке грузов и людей, а также участвуют в тушении пожаров и эвакуации людей.

В России главные клиенты ЮТэйр – нефтегазовые компании и подрядчики по строительству трубопроводов. Поэтому компания выигрывает от роста инвестиций в этих отраслях.

Подписанные контракты вертолетного подразделения ЮТэйр

	Число	Период поставки	Изготовитель	Сумма контракта, \$ млн.	Примечание
Ми-171	40	2012-13	Вертолеты России / УААЗ	380	Замена устаревших Ми-8
Ми-34С1	10	–	Вертолеты России	–	Легкие вертолеты
EC-175	15	2013-14		225	Вместимостью до 16 пассажиров для обслуживания нефтегазовых месторождений.
AS-350/355	20	2011-13	Eurocopter	55	Легкие вертолеты

Источник: компания, Тройка Диалог

Вертолетные услуги ЮТэйр, страны присутствия

Источник: компания

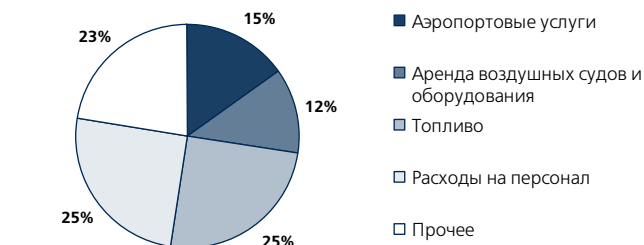
Финансовые результаты за 2010 год и прогнозы

В августе ЮТэйр опубликовала хорошие финансовые показатели за 2010 год по МСФО. Консолидированная выручка увеличилась на 38,4% до \$1,46 млрд., выручка самолетного подразделения – на 45,5%, вертолетного – на 23,2%. Самолетное направление осталось убыточным (операционный убыток составил \$87,5 млн.), и ему оказал поддержку вертолетный сегмент, получивший \$155 млн. операционной прибыли. Однако убыток самолетного подразделения был меньше, чем в 2009 году. Рентабельность по EBITDAR повысилась с 21,1% в 2009 году до 22,3% в 2010, благодаря главным образом росту доходности пассажирооборота на 5,8% в рублевом выражении с уровня годичной давности. Авиационное топливо за 2010 год подорожало лишь на 6%.

По нашим прогнозам, консолидированная выручка компании в 2011 году вырастет на 42,4% до \$2,1 млрд. вследствие значительного увеличения пассажирооборота (на 34,2%) и повышения доходности (на 3%), а рентабельность по EBITDAR снизится до 18,7% из-за роста цен на авиатопливо.

Финансовые показатели ЮТэйр по сегментам, \$ млн.

Источник: компания, Тройка Диалог

Структура расходов ЮТэйр в 2010 году

Источник: компания, Тройка Диалог

РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ

В ЮТэйр работает около 13 тыс. человек. В 2010 году расходы на оплату труда (\$258 млн.) составили 24% совокупных расходов, что выше среднеотраслевого уровня. Основная причина – необходимость обслуживать огромный вертолетный парк. По нашим прогнозам, до 2015 года штат компании увеличится на 3%, а рост зарплат будет совпадать с инфляцией.

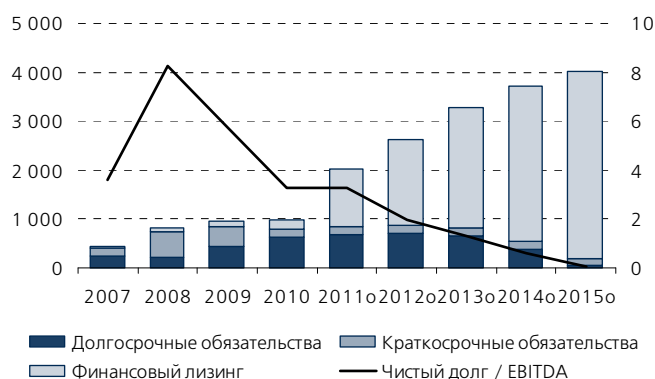
ПЛАТЕЖИ ПО ОПЕРАЦИОННОМУ И ФИНАНСОВОМУ ЛИЗИНГУ

В самолетном сегменте ЮТэйр пользуется операционным и финансовым лизингом, а в вертолетном, как правило, прибегает к банковским кредитам. Компания не предоставляет данных о том, какой тип лизинга она использует в отношении разных типов воздушных судов, поэтому в рамках модели оценки нам приходится выдвигать собственные предположения.

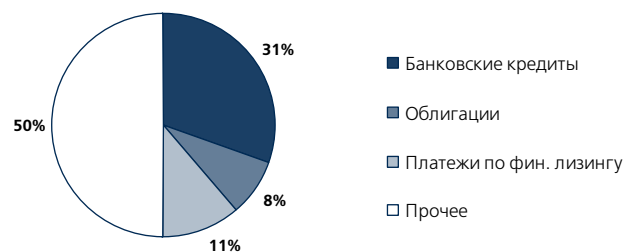
В ходе быстрого расширения авиапарка платежи по финансовому лизингу возросли с \$15,8 млн. в 2007 году до \$203 млн. в 2010, а платежи по операционному лизингу увеличились с \$50,3 млн. до \$120,6 млн. Мы полагаем, что компания берет в операционный лизинг поддержанные самолеты, такие как B-737-400/500, а новые самолеты, в частности B-737-800NG и ATR, покупает по схеме финансового лизинга.

Покупка вертолетов обычно осуществляется с помощью привлечения банковских кредитов (хотя в некоторых случаях используется обратный лизинг). Исходя из объема подписанных контрактов, мы полагаем, что до 2013 года ЮТэйр ежегодно будет тратить на эти цели \$200–230 млн., а в 2014–2015 годах объем инвестирования сократится.

По состоянию на конец 2010 года чистый долг компании с учетом затрат на финансовый лизинг оценивался в \$876 млн., из которых 80% обязательств были долгосрочными. Чистый долг за вычетом лизинга равнялся \$673 млн., что соответствует отношению чистого долга к EBITDA за 2010 в размере 3,3. Это высокий уровень кредитного риска. После модернизации авиапарка за счет новых Boeing (в том числе тридцати B-737-800/900NG) расходы по финансовому лизингу превысят \$3 млрд.

Долг ЮТэйр, \$ млн.

Источник: компания, Тройка Диалог

Структура долга ЮТэйр в 2010 году

Источник: компания, Тройка Диалог

Планы до 2015 год

По итогам июля 2011 года ЮТэйр стала третьей по величине авиакомпанией в России после Аэрофлота и Трансаэро. У нее есть все шансы в ближайшие три-пять лет занять второе место, если она продолжит расти сегодняшними темпами, используя прибыль вертолетного подразделения.

Компания может вступить в возглавляемый Lufthansa глобальный авиационный альянс Star Alliance. Это будет способствовать увеличению пассажирооборота за счет транзитного трафика. Правда сейчас ЮТэйр базируется в аэропорту Внуково, а Lufthansa – в Домодедово.

По завершении модернизации авиапарка самолетное подразделение компании должно стать прибыльным, что поможет ЮТэйр существенно повысить рентабельность по EBITDAR после 2013 года. По нашим прогнозам, в 2015 году ЮТэйр получит \$1 млрд. EBITDAR, что соответствует рентабельности по ней в размере 24%. Это даже выше прогнозов, представленных самой компанией в марте 2011 года в рамках презентации облигационного выпуска (выручка – \$4 млрд., EBITDAR – \$850 млн. к 2015 году).

Структура собственности

Структура акционеров ЮТэйр до конца не ясна. По неофициальным данным, до апреля 2011 года Сургутнефтегазу принадлежало 75% акций, но затем он передал 55% в свой пенсионный фонд. На балансе ЮТэйр находится 4% ее акций. Остальные 21% – формально акции в свободном обращении, хотя, по нашему мнению, значительная их часть находится в собственности руководства компании. В итоге ликвидность акций ЮТэйр весьма низкая.

Структура собственности ЮТэйр

Источник: компания

Структура собственности

НПФ "Сургутнефтегаз"	55,0%
Сургутнефтегаз	20,0%
Казначейские акции	4,0%
Акции в свободном обращении	21,0%

Финансовые показатели (IFRS), \$ млн.

	2009	2010	2011г	2012г	2013г	2014г	2015г
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	1 056	1 462	2 083	2 510	2 893	3 541	4 186
Себест. реализации	(931)	(1 284)	(1 878)	(2 173)	(2 448)	(2 951)	(3 404)
Валовая прибыль	125	178	205	337	445	590	782
Валовая рентаб.	11,9%	12,2%	9,9%	13,4%	15,4%	16,7%	18,7%
Общ., ком. и админ. расх.	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA	129	205	220	375	509	680	852
Скорректированная EBITDA	129	205	220	375	509	680	852
Рентабельность по EBITDA	12,2%	14,0%	10,6%	14,9%	17,6%	19,2%	20,4%
Амортизация	(70)	(101)	(115)	(157)	(202)	(244)	(239)
Операц. прибыль	59	104	106	218	307	436	613
Чист. проц. доход	(75)	(89)	(109)	(156)	(183)	(186)	(201)
Доходы (расх.) по курс. разн.	21	5	10	—	—	—	—
Доход (убыток) от переоценки	—	—	—	—	—	—	—
Проч. доходы (расх.)	1	(3)	—	—	—	—	—
Однократные статьи	—	—	—	—	—	—	—
Прибыль до налогообл.	6	17	7	61	125	250	412
Налог на прибыль	(3)	(4)	(1)	(12)	(25)	(50)	(82)
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Прекращаемая деятельность	—	—	—	—	—	—	—
Чистая прибыль	3	13	6	49	100	200	329
Скорркт. чистая прибыль	(18)	8	(4)	49	100	200	329
Чистая рентаб.	(1,7%)	0,5%	(0,2%)	2,0%	3,4%	5,7%	7,9%
Доход на акцию	0,0056	0,0259	0,0113	0,0966	0,1967	0,3948	0,6493
Скорректированный доход на акцию	0,0056	0,0259	0,0113	0,0966	0,1967	0,3948	0,6493
Балансовый отчет							
Активы							
Ден. ср-ва и их эквив.	230	30	44	50	56	64	73
Дебит. задолж-ть	190	269	321	379	431	515	599
ТМЗ	55	60	86	92	100	112	123
Проч. оборот. активы	167	91	91	91	91	91	91
Оборотные активы	642	451	543	613	678	783	886
Основные средства	748	973	2 006	2 600	3 274	3 809	4 280
Активы	1 390	1 423	2 549	3 212	3 952	4 592	5 167
Обязательства							
Краткоср. заимств.	449	198	233	269	312	357	396
Кредит. задолж-ть	160	153	219	246	271	312	350
Проч. текущ. обяз-ва	51	66	66	66	66	66	66
Всего текущ. обяз-ва	660	417	518	581	650	735	812
Долгоср. заимств.	415	693	1 708	2 269	2 863	3 264	3 512
Проч. долгоср. обяз-ва	104	92	94	94	95	96	96
Всего долгоср. обяз-ва	519	786	1 802	2 364	2 958	3 360	3 608
Обязательства	1 179	1 203	2 320	2 945	3 607	4 095	4 420
Доля меньшинства	17	18	20	22	24	26	29
Собств. ср-ва	194	202	209	246	321	471	718
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	1 390	1 423	2 549	3 212	3 952	4 592	5 167
Чистый долг (денежные средства)	634	861	1 897	2 488	3 119	3 556	3 835
Отчет о движении денежных средств							
Чистая прибыль	3	13	6	49	100	200	329
Доля меньшинства	—	—	—	—	—	—	—
Амортизация	70	101	115	157	202	244	239
Изм. оборот. капит.	5	(91)	(12)	(37)	(35)	(55)	(57)
Изм. прочих активов	(21)	79	1	1	1	1	1
Ден. потоки от осн. деят-ти	57	103	110	170	267	390	512
Расх. на воспр. осн. фондов	(70)	(101)	(115)	(157)	(202)	(244)	(239)
Расх. на развитие бизнеса	(20)	(210)	(1 033)	(594)	(674)	(535)	(472)
Прочие инвестиции	8	0	—	—	—	—	—
Ден. потоки от инвест. деят.	(82)	(311)	(1 148)	(751)	(876)	(779)	(711)
Изменение долга	126	27	1 050	597	637	446	287
Дивиденды	—	—	—	—	—	—	—
Выпуск (выкуп) акций	—	—	(1)	(12)	(25)	(50)	(82)
Прочие статьи	—	—	—	—	—	—	—
Ден. потоки от фин. деят.	126	27	1 049	585	612	396	205
Влияние курсовых разниц	—	—	—	—	—	—	—
Чист. изм. ден. ср-в	102	(181)	11	4	3	7	6
Коэффициенты							
Цена / прибыль	84,0	18,2	41,9	4,9	2,4	1,2	0,7
Стоимость предприятия / EBITDA	7,2	5,6	9,9	7,4	6,7	5,7	4,8
Цена / капитал	1,2	1,2	1,1	1,0	0,7	0,5	0,3
Доход на капитал	отр.	3,8%	отр.	19,9%	31,1%	42,5%	45,9%
Доход на вложенный капитал	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	1,3%	3,6%
Дивиденды на акцию	0	0	0	0	0	0	0
Дивидендная доходность	—	—	—	—	—	—	—
Цена / выручка	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Цена / денежные потоки	4,2	2,3	2,2	1,4	0,9	0,6	0,5
Рост выручки	-16%	38%	42%	21%	15%	22%	18%
Рост EBITDA	65%	59%	7%	70%	36%	34%	25%
Рост дохода на акцию	—	362%	-57%	758%	104%	101%	64%

Источник: компания, Тройка Диалог

Руководство компании**Председатель совета директоров****Тройки Диалог**

Рубен Варданян

Главный экономист**Управляющий директор**

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление**(495) 258 05 11****Начальник****управления**

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

Стратегия

Главный аналитик

Крис Уифер

(495) 933 98 86

Нефть и газ

Старший аналитик

Олег Максимов

(495) 933 98 30

Старший аналитик

Алекс Фэк

(495) 933 98 29

Аналитик

Валерий Нестеров

(495) 933 98 32

Электроэнергетика

Старший аналитик

Александр Котиков

(495) 933 98 41

Младший аналитик

Андрей Труфанов

(495) 933 98 31

Телекоммуникации, ИТ и медиа

Аналитик

Анна Лепетухина

(495) 933 98 35

Младший аналитик

Яна Кузнецова

(495) 933 98 34

Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Аналитик

Антон Румянцев

(495) 933 98 40

Младший аналитик

Станислав Ермаков

(495) 933 98 50

Младший аналитик

Александр Левинский

(495) 258 05 11

Машиностроение, компании малой и средней капитализации

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

Финансовый сектор

Старший аналитик

Эндрю Кили

+44 (20) 7936 0439

Потребительский сектор

Старший аналитик

Михаил Красноперов

(495) 933 98 38

Аналитик

Георгий Тараканов

(495) 933 98 59

Младший аналитик

Артур Галимов

(495) 933 98 33

Младший аналитик

Мария Суханова

(495) 933 9856

Недвижимость

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Транспорт

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Анализ рынка

Аналитик

Надежда Киреева

(495) 933 98 55

Экономика

Старший экономист

Антон Струченевский

(495) 933 98 43

Младший экономист

Сергей Коныгин

(495) 933 98 48

Долговые бумаги

Руководитель группы

Александр Кудрин

(495) 933 98 47

Старший аналитик

Алексей Булгаков

(495) 933 98 66

Аналитик

Екатерина Сидорова, CFA

(495) 933 98 49

Аналитик

Сергей Гончаров

(495) 933 98 54

Младший аналитик

Николай Минко

(495) 933 98 57

Украина

Старший аналитик

Роман Захаров

+38 (044) 207 37 80

Экономист

Ирина Пионтовская

Старший аналитик

Евгений Гребенюк

Старший аналитик

Иван Харчук

Старший аналитик

Сергей Невмержицкий

Аналитик

Александр Цепенда

Аналитик

Мария Репко

Казахстан

Аналитик

Заурбек Жунисов

Аналитик

Айнур Медеубаева

Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва
Романов переулок, дом 4
Тел. (495) 258 05 00
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление (495) 258 05 11
Операции с акциями (495) 258 05 50
Операции с долговыми бумагами (495) 258 05 10
Трейдера (495) 258 05 25
Опционы (495) 258 05 55
Структурные продукты (495) 258 05 72
Продукты казначейства (495) 258 05 30

Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург
Финляндский проспект, дом 4, лит. А
Бизнес-центр "Петровский форт"
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

Владивосток

Россия, 690091, Владивосток
ул. Мордовцева, дом 6
Тел. (423) 249 99 25; факс (423) 249 99 26

Волгоград

Россия, 400131, Волгоград
ул. Мира, дом 11
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

Воронеж

Россия, 394000, Воронеж
ул. Плехановская, дом 43
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

Екатеринбург

Россия, 620014, Екатеринбург
ул. Хохрякова, дом 10
Бизнес-центр "Палладиум", 5-й этаж, офис 504-505
Тел. (343) 310 70 00; факс (343) 379 2164

Иркутск

Россия, 664003, Иркутск
ул. Ленина, дом 19
Тел./факс (3952) 56 36 36

Казань

Россия, 420107 Казань
ул. Спартаковская, дом 6
Офисный центр "Suvar Plaza"
Тел./факс (843) 526 55 22

Краснодар

Россия, 350000 Краснодар
ул. Красная, дом 41
Тел./факс (861) 210 6061

Красноярск

Россия, 660049, Красноярск
Проспект Мира, дом 26
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород
ул. Алексеевская, дом 10/16
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж
Тел. (831) 220 1949

Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск
Проспект Димитрова, дом 1
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

Пермь

Россия, 614000 Пермь
ул. Ленина, дом 58
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону
ул. Красноармейская, дом 206
Тел./факс (863) 268 88 99

Самара

Россия, 443001 Самара
ул. Молодогвардейская, дом 204
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

Тюмень

Россия, 625000 Тюмень
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

Уфа

Россия, 450077 Уфа
ул. Достоевского, дом 100/1
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск
ул. Постышева, дом 22а
Бизнес-центр "Хабаровск-Сити", офис 505
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

Челябинск

Россия, 454091, Челябинск
ул. Карла Маркса, дом 38,
Бизнес-центр "Аркаим Плаза", офис 507
Тел. (351) 778 61 20; факс (351) 778 61 21

Ярославль

Россия, 150000, Ярославль
ул. Трефолева, дом 22
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 44th Floor
New York, NY 10019
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor
London EC4Y 1AE
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

Тройка Диалог Казахстан

Казахстан, Алматы
ул. Толе би, дом 101
Бизнес-центр "Гермес", 5-й этаж, блок Б
Тел. +7 (727) 355 33 55; факс +7 (727) 355 33 56

Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave
Zachariades Building, Office 301
Nicosia CY-1070
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

ФОРУМРОССИЯ2012
SAVE THE DATE
ЯНВАРЬ 30 - ФЕВРАЛЬ 3 / МОСКВА

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.