

**Основные данные**

Тикер Bloomberg	AFLT RX
Капитализация, \$ млн.	2 832
EV, \$ млн.	4 431
Цена акции, \$	2.6
Целевая цена, \$	3.1
Потенциал %	22%
Рекомендация	Покупать

**Динамика акций за год, %**

**Финансы и прогнозы**

\$ млн.	2009	2010П	2011П
Выручка	3 346	4 283	5 145
ЕВITDA	423	610	792
рентабельность	12.6%	14.2%	15.4%
Чистая прибыль	89	247	337
рентабельность	2.7%	5.8%	6.5%

**Коэффициенты**

	2009	2010П	2011П
EV/ЕВITDA	10.5	7.3	5.6
P/E	31.7	11.5	8.4
EV/S	1.3	1.0	0.9

**Структура акционеров**

Российская Федерация	51%
НРК	15%
Аэрофлот - Финанс	10%
ВТБ-Капитал	6%
Free Float	14%

**Безальтернативная ставка на рост российского рынка**

В настоящее время Аэрофлот является, по сути, безальтернативной инвестицией в быстрорастущий российский рынок авиаперевозок. Акции крупнейшей компании отрасли и явного лидера по всем направлениям, по нашему мнению, являются интересной ставкой как на рост всей отрасли, так и на усиления позиций самого Аэрофлота.

С данным обзором мы возобновляем покрытие Аэрофлота, выставляя рекомендацию «покупать» по акциям компании. Целевой уровень цены, определенный нами по бумагам компании на конец 2011 г. составляет \$ 3.1

- Несмотря на спад в мировой экономике, российский авиарынок продолжает ставить рекорды по темпам роста. По итогам 2010 г. пассажирооборот российских компаний на международных направлениях вырос более чем на 37 % . Оборот на внутренних воздушных линиях увеличился на 21 % . В результате по итогам года российский рынок практически достиг пиковых уровней перевозок в начале 1990-х.
- По нашим оценкам, в ближайшие годы рост пассажирских перевозок на российском рынке продолжится. В среднем мы ожидаем ежегодного увеличения рынка на 7 % , что немного ниже среднегодового роста последних 12 лет, но выше ожидаемого роста перевозок в мире.
- Темпы прироста объемов перевозок Аэрофлота в последние годы превышали среднеотраслевые показатели, что позволило крупнейшей российской авиакомпании нарастить долю рынка. В 2010 г. Аэрофлот перевозил около 29 % всех пассажиров на международных и 23 % на внутренних линиях. К 2016 г. мы ожидаем роста доли рынка Аэрофлота до 36 % на МВЛ и 34 % на ВВЛ.
- Текущие прогнозы пока не учитывают консолидируемых в настоящее время активов Росавиа, с которыми доля Аэрофлота вполне может увеличиться уже в следующем году с текущих 27 % до 40 % .
- Несмотря на то что окончательные параметры сделки пока не известны, предварительные оценки показывают, что поглощение шести авиакомпаний Аэрофлотом способны оказать позитивный эффект на оценку уже сейчас. При объявленном диапазоне акций Аэрофлота (3-9 %), которые предстоит отдать в обмен на акции шести авиакомпаний, крупнейшая российская авиакомпания получает новые активы с 50 % дисконтом относительно своей стоимости.

Михаил Лямин  
Lyamin\_my@mmbank.ru

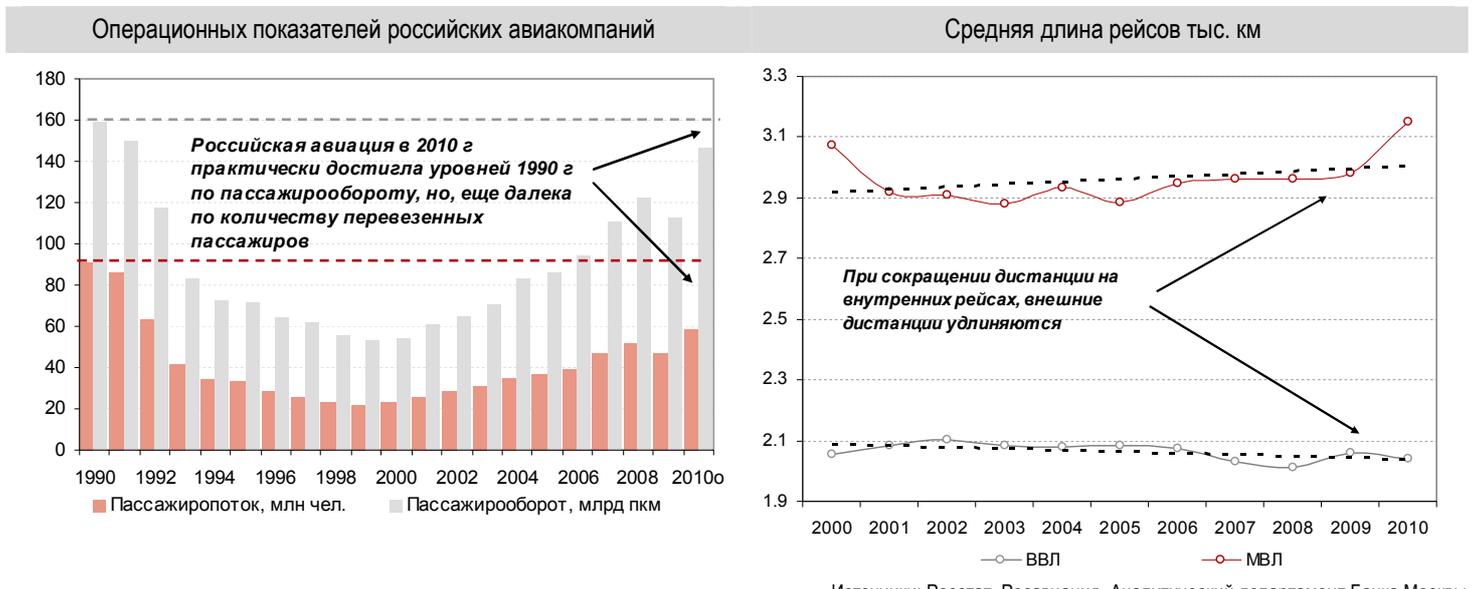
Дмитрий Доронин  
Doronin\_DA@mmbank.ru

### Рынок авиаперевозок: Основные тенденции

В 2010 году российская авиатранспортная отрасль вернулась на траекторию роста, все ближе приближаясь к уровню 1990 г. Сокращение отставания от уровней начала 90-х по-прежнему происходит за счет увеличения дальности полетов. По данным Росавиации, в прошлом году российские авиакомпании выполнили 147 млрд пкм, что на 30 % выше уровня 2009 г и всего на 8 % ниже уровней 1990 г. Темпы роста пассажиропотока были более скромными – 26 %, а отставание – 36 %.

#### Рынок растет за счет международных рейсов ...

В структуре перевозок сохраняется увеличение доли международных перевозок, на долю которых в прошлом году пришлось практически половина всех перевезенных пассажиров. Для сравнения еще в начале 2000 г. международные рейсы занимали не более 40 % от совокупного пассажиропотока. Данную тенденцию мы связываем с ростом количества российских участников на международных линиях, что, как правило, происходит за счет увеличения туристических потоков и направлений. В свою очередь, увеличивается влияние туристического рынка на динамику отраслевых показателей. На внутренних направлениях продолжается плавное снижение протяженности рейсов, что, скорее всего, может являться эффектом консолидации отрасли и оптимизации маршрутной сети.



Источники: Росстат, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

#### ... что положительно сказывается на показателях эффективности (LF)

Об указанных выше тенденциях также говорит увеличение эффективности полетов через рост загрузки кресел. В конце 2010 г. уровень загрузки рейсов российских авиакомпаний вплотную приблизился по показателю LF к североамериканским компаниям, традиционно имеющих самую высокую степень наполняемости рейсов (80-85 %).



Рост наблюдался и по показателю грузооборота. На январь-октябрь 2010 года отечественные авиакомпании выполнили 3877 млн ткм, что выше аналогичного показателя предыдущего периода на 39 %. Прирост был по большей части обеспечен международными перевозками, на долю которых приходится более 80 % грузооборота. Средний процент коммерческой загрузки по сравнению с предыдущим годом вырос с 64 % до 67.6 %.

Структура рынка за последние 3 года поменялась незначительно: по-прежнему, несмотря на наличие на рынке более 100 компаний, положение отрасли определяется ведущими игроками, имеющими финансовые ресурсы для обновления парка и открытия новых направлений. Доля ведущих компаний в совокупном пассажирообороте продолжает увеличиваться: если в 2008 году Аэрофлот, Трансаэро, Авиакомпания Сибирь и ЮТэйр контролировали 52 % рынка, то в 2009-2010 гг. их доля уже 59 %. Аналогично, на топ-10 компаний в 2010 году приходится уже 80 % пассажирооборота по сравнению с 72 % двумя годами ранее.



Источники: Росстат, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

Несмотря на высокую концентрацию рынка у 5-10 авиакомпаний, предприятия отрасли используют разные стратегии развития.

Как крупнейшая авиакомпания в течение последних шести лет, Аэрофлот демонстрирует темпы роста пассажирооборота в пределах 10 %. Доля компании на международных линиях остается относительно стабильной, изменяясь в пределах 29-35 %, зато на внутреннем рынке она выросла вдвое за 6 лет – с 12 % до 24 %. Основная работа авиакомпании сейчас сводится к созданию эффективной сети и улучшения финансовых результатов. Компания позиционирует себя премиум-перевозчиком, и любой рост производственных показателей отражается на прибыли.

Остальные крупнейшие компании во многом пытаются на растущем рынке занять как можно большую долю. Производственные результаты данных компаний, как правило, могут и не отражать финансовых улучшений. Напротив, занятие новых рынков ведет к краткосрочному ухудшению показателей. Впоследствии, после оптимизации уже занятых направлений, финансовые результаты компаний выравниваются.

Большинство остальных представителей отрасли, по обыкновению, являются базовыми перевозчиками крупного региона России и генерируют потоки на рейсах, соединяющих данный регион с Москвой или с другим региональным центром. Кроме того, крупнейшей составляющей доходов может являться сдача самолетов в аренду туроператорам под чартерные программы. Как правило, компании используют старый парк, а генерируемых денежных потоков недостаточно для пополнения парка новой, современной техникой. Сюда же можно отнести авиакомпании, принадлежащие крупным предприятиям, которые вместе с функцией транспортного обслуживания сотрудников данного предприятия могут совершать регулярные рейсы для других пассажиров.

Мы по-прежнему считаем, что количество авиакомпаний в России будет от года к году сокращаться, главная причина этого – старение парка и отсутствие средств на его обновление. В 2011-2012 гг. будет завершена сделка по передаче Аэрофлоту авиационных активов «Ростехнологий». Четыре передаваемые компании из шести (Россия, Оренбургские авиалинии, Владивосток авиа и Сахалинские авиатрассы) входят в топ-35 отрасли, поэтому появление игрока, контролирующего более 40 % отрасли, ожидается уже в ближайшие один-два года. Намерение продать самолетную часть бизнеса периодически

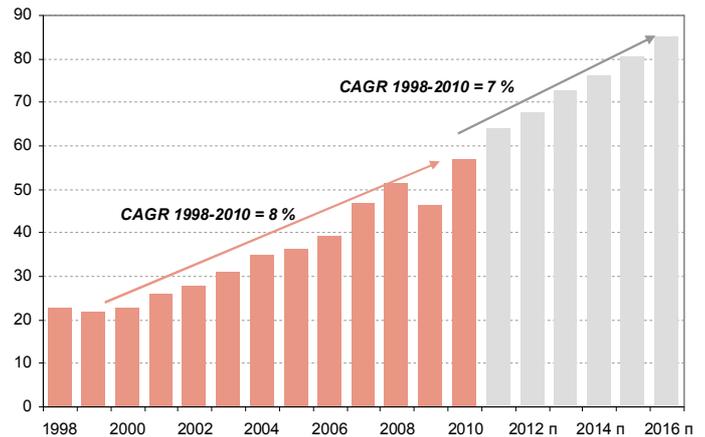
исходит от ЮТэйр. Таким образом, в среднесрочной перспективе на рынке возможно существенное изменение расстановки сил.

**Прогнозы развития авиаотрасли**

Наш прогноз российского пассажиропотока базируется на его регрессионной зависимости от макроэкономических показателей страны. По годовым данным за последние 15 лет была обнаружена высокая корреляция пассажиропотока со среднедушевыми доходами населения (0,93) и реальным ВВП (0,95). После этого были построены регрессии пассажиропотока на каждый из двух показателей в отдельности и одна совместная регрессия. В соответствии с нашими макропрогнозами, в ближайшее время российский рынок будет расти более медленными темпами, чем наблюдаемыми с 2000 г. (по 10 % в год), к 2016 году мы ожидаем выход объемов рынка на уровень 86 млн пассажиров.

Динамика пассажирооборота, реального ВВП и доходов населения, %

Пассажиропоток российской авиации, млн. чел

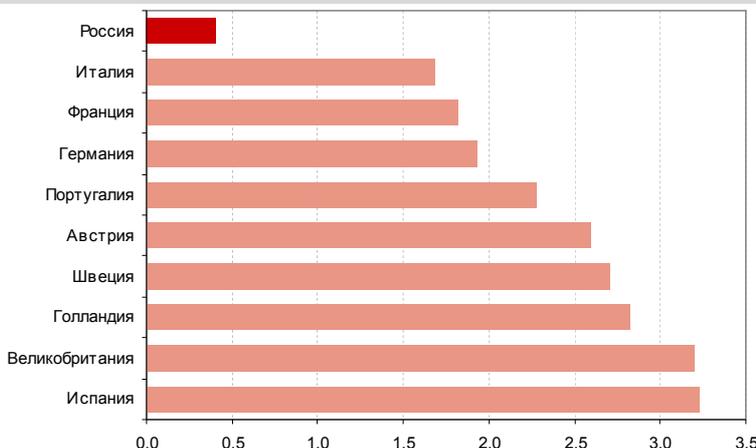


Источники: Росстат, ФАВТ, расчеты Аналитического департамента

Закладываемые нами темпы роста предполагают CAGR в размере 7 %, что несколько выше долгосрочных прогнозов роста мировой авиаиндустрии, предоставляемых Boeing (5,3 %) и IATA (6 %). На наш взгляд, российский рынок будет обгонять мировой как за счет более высокого темпа роста ВВП, так и потенциала увеличения доступности авиаперевозок (отношение среднедушевых доходов к среднему тарифу экономического класса) и мобильности населения (пассажиропоток / численность населения) России.

По уровню мобильности населения Россия уступает не только ведущим странам западной Европы, но также прибалтийским государствам и Армении. Наша страна обладает здесь большим потенциалом роста как в силу большой протяженности территории, так и переориентации российских компаний на внутренний рынок и усилиями властей РФ по развитию региональных перевозок. По прогнозам ФАВТ, к 2016 году показатель вырастет в 2 раза, а к 2020 году один житель страны будет совершать один перелет в год.

Мобильность населения



Источники: Евростат, Аналитический департамент Банка Москвы

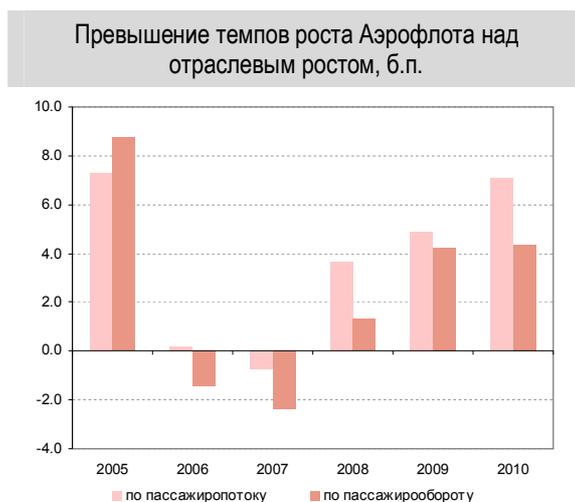
**Основные макроэкономические показатели**

		2007	2008	2009	2010 о	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п	2016п
Рост реального ВВП	%	8.5	5.2	-7.9	3.8	4.1	4.5	6.0	5.8	5.5	5.0
Инфляция в России	%	9.1	14.1	11.8	7.0	8.6	9.8	8.8	7.3	5.8	5.3
Средний тариф экономкласса	Руб.	4 993	6 687	6 397	6 844	7 433	8 158	8 871	9 515	10 062	10 590

Источник: Аналитический департамент

**Производственные показатели Аэрофлота и прогнозы**

С точки зрения производственных показателей, 2010 год оказался очень удачным для Группы Аэрофлот: пассажирооборот вырос на 31 %, пассажиропоток – на 27 %. Отметим, что компания, являясь самым крупным игроком на рынке, третий год подряд обгоняет среднеотраслевые показатели как по пассажирообороту, так и пассажиропотоку. Наш прогноз операционных показателей не учитывает деконсолидацию Норд-Авиа и будущее присоединение активов Росавиа. При появлении более подробной информации о сделках мы внесем изменения в модель.



Источники: Росавиация, Аэрофлот, Аналитический департамент Банк Москвы

На МВЛ мы ожидаем роста доли Аэрофлота с нынешних 30 % до 36 % российского пассажирооборота к 2016 году на фоне планов менеджмента по дальнейшему развитию европейского направления и экспансии на быстрорастущий азиатский континент. На ВВЛ доля компании уже увеличилась с 15 % до 24 % за 5 лет и, по нашим прогнозам, достигнет 34 % к 2016 году за счет дальнейшего развития маршрутной сети и наращивания числа дальнемагистральных рейсов.

**Прогноз операционных результатов Группы Аэрофлот**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Пассажирооборот, млн. пкм</b>											
Всего	24 062	27 879	31 162	29 906	39 173	44 686	49 176	54 977	59 536	65 150	71 710
Изм, %		15.9	11.8	-4.0	31.0	14.1	10.0	11.8	8.3	9.4	10.1
Международные направления	16 911	19 167	20 522	19 074	25 206	28 606	31 330	34 872	37 609	41 000	44 968
Изм, %		13.3	7.1	-7.1	32.1	13.5	9.5	11.3	7.9	9.0	9.7
Внутренние направления	7 151	8 712	10 640	10 832	13 966	16 080	17 846	20 106	21 927	24 151	26 742
Изм, %		21.8	22.1	1.8	28.9	15.1	11.0	12.7	9.1	10.1	10.7
<b>Пассажиропоток, тыс. чел</b>											
Всего	8 669	10 205	11 600	11 062	14 070	15 945	17 431	19 506	21 141	23 153	25 503
Изм, %		17.7	13.7	-4.6	27.2	13.3	9.3	11.9	8.4	9.5	10.1
Международные направления	5 107	5 949	6 550	6 169	7 875	8 938	9 789	10 895	11 751	12 810	14 050
Изм, %		16.5	10.1	-5.8	27.7	13.5	9.5	11.3	7.9	9.0	9.7
Внутренние направления	3 562	4 256	5 050	4 892	6 195	7 008	7 643	8 611	9 391	10 343	11 453
Изм, %		19.5	18.7	-3.1	26.6	13.1	9.1	12.7	9.1	10.1	10.7
<b>Занятость пассажирских кресел, %</b>											
Всего	69.7	70.2	70.9	70.2	77.1	77.1	77.2	77.2	77.3	77.4	77.4
Международные направления	69.1	69.6	70.4	68.7	76.6	76.6	76.7	76.8	76.9	77.0	77.0
Внутренние направления	71.3	71.4	72.0	73.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0

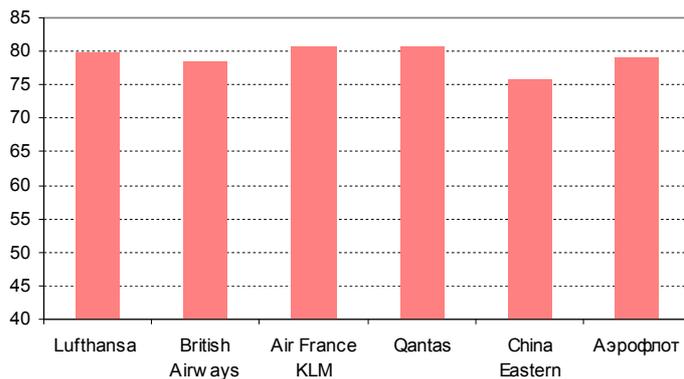
Источники: данные компании, Аналитического Департамента

В 2010 году Аэрофлот РА без дочерних структур впервые стал крупнейшим игроком на внутреннем рынке по объемам перевозок, обслужив на ВВЛ 4,16 млн чел, а группа перевезла на ВВЛ и МВЛ 14,1 млн чел. По нашим прогнозам, рост среднедушевых доходов и увеличение авиационной мобильности населения позволят Аэрофлоту к 2016 году перевести 10,3 млн чел на ВВЛ и 14 млн чел на МВЛ.

Несмотря на ряд проблем, с которыми столкнулась российская авиационная отрасль (закрытие египетского направления, повышение мер безопасности в аэропортах), Аэрофлот начал 2011 год достаточно успешно: за январь-февраль пассажирооборот вырос на 16 %, объем перевезенных пассажиров – на 11 %, причём основной вклад в рост внесли международные рейсы. Основным риском на 2011 год мы считаем перевод правительственных рейсов в базовый для Аэрофлота аэропорт Шереметьево, что может уменьшить его пропускную способность и вызвать сокращение числа рейсов в апреле-июне.

Рост операционной эффективности в 2010 году нашёл отражение в увеличении загрузки кресел до 79 % и 78 % на МВЛ и ВВЛ соответственно. Внутри России это стало возможным благодаря расширению участия Аэрофлота в субсидируемой программе перевозок на Дальний Восток, на которых «load factor» обычно не менее 80 %. Успехи на МВЛ стали возможны благодаря закрытию (Братислава) и сокращению числа рейсов (Мадрид, Каир, Сеул) на убыточных направлениях. Мы считаем, что оптимизация маршрутной сети, в особенности на МВЛ, будет продолжена в ближайшие годы, что позволит компании сохранить показатель на уровне 75 %-80 %, оставаясь в одном ряду с ведущими мировыми перевозчиками.

Уровень загрузки пассажирских кресел, %



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент БМ

**Парк самолетов – ставка на унификацию**

Для реализации планов по ежегодному увеличению пассажиропотока компании необходимо расширять состав воздушных судов. Стратегия развития компании предполагает унификацию авиационного парка, при которой на каждом типе дистанции предполагается иметь 1-2 типа самолетов. В настоящее время основу парка головной компании составляют среднемагистральные суда Airbus и дальнемагистральные Boeing 767-300ER, в то время как дочерние компании летают на Boeing 737-500, Ан-24, Ту-134. Подписанные контракты предполагают существенное увеличение парка. Основой дальнемагистрального направления станут: Аэробусы серии 330, 350 и Боинги серии 777,787, среднемагистрального – Аэробусы 319, 320, 321, регионального – отечественные SSJ-100.

**План поставки самолетов**

Направление	тип	количество	срок поставки	тип лизинга
L	A-330	11	2011-2012	собственность
L	Boeing 777-200ER	8	2017-2017	финансовый
L	Boeing 777-300ER	8	2017-2018	финансовый
L	Airbus A-350	22	2016-2019	операционный
L	Boeing 787 dreamliner	26	2013(4), 2016-2020	операционный
M	Airbus A-320	9	2010-2011	операционный
M	Airbus A-321	8	2012-2013	финансовый
S	SSJ-100	20	2011-2013	финансовый

Источник: Аэрофлот

Тем не менее, по нашим оценкам, увеличение парка авиакомпании будет недостаточным для покрытия растущего спроса на рынке, в результате чего в ближайшие 5 лет компания продолжит активно привлекать самолеты в операционный лизинг. По нашим данным, доля техники в операционном лизинге в 2011-2016 гг. будет сохраняться на уровне 50-60 % от общего размера парка.

**Финансовые итоги 2010 г.**

Последняя отчетность компании, опубликованная в конце прошлого года, отражала результаты деятельности перевозчика за 9 мес. 2010 г. Опубликованная отчетность еще раз подтвердила позитивные тенденции, связанные с основной деятельностью авиакомпании. За 9 мес. прошлого года выручка компания показала 28 % прироста. Основной вклад в рост оборота группы внес сегмент пассажирских перевозок, увеличившийся на 36 %.

**Структура доходов, \$ млн**

	9 мес. 2010	9 мес. 2009	изм., %
Выручка всего	3 160	2 462	28
Регулярные пассажирские перевозки	2 515	1 846	36
Грузовые перевозки	178	133	34
Чартерные перевозки	38	78	-51
Доходы по соглашениям с авиакомпаниями	285	302	-6
прочие доходы	144	103	40

Источник: данные компании

**Восстановление рынка позволило увеличить доходность рейсов....**

В разрезе пассажирских перевозок все большую роль в результатах Аэрофлота играет экспансия на внутренний рынок. В отличие от международных направлений, на внутренних рейсах в прошлом году вместе с увеличением объемов перевозок, увеличивались и доходные ставки. Доход с одного пкм на ВВЛ, по нашим оценкам, за 9 мес. вырос с ¢8.4 до ¢9.4, в то время как на международных рейсах упал с ¢8.8 до ¢8.10 (в 3 квартале: ¢7.8 против ¢10.3). Увеличилась и доля поступлений от внутренних маршрутов с 37 до 40 %.



Источники: Аэрофлот, оценки Аналитический департамент Банка Москвы

**... и снизить удельные топливные расходы**

Положительные сдвиги наблюдались и на уровне операционных расходов. Крупнейшая составляющая издержек авиакомпании – расходы на топливо в прошлом году увеличилась на 34.6 %, по сравнению с ростом стоимости топлива на 24 % и увеличением пассажирооборота на 34 %. Более того, несмотря на возросшие цены на топливо, компании удалось увеличить эффективность перевозок. По нашим расчётам, топливные издержки на 1 пкм в прошлом году практически не изменились; спред между топливными расходами на 1 пкм и доходами по итогам 9 мес. вырос на 2 %. Во многом данная тенденция связана с повышением эффективности парка, эксплуатация которого, по данным компании, по итогам прошлого года снизила удельное потребление топлива на 23 %.

Без учета топливных расходов издержки компании за 9 мес. 2010 г. увеличились на 24 %. В разрезе по отдельным статьям компании удалось сэкономить на расходах по оплате труда и ремонтах парка.

**Структура расходов, \$ млн**

	9 мес. 2010	9 мес. 2009	изм., %
Операционные расходы	3 160	2 462	28
Авиационное топливо	697	518	35
Услуги по обслуживанию судов	416	360	16
Техническое обслуживание	202	190	6
Операционный лизинг	248	202	23
Оплата труда	477	396	20
Амортизация	137	96	43
Прочие	983	700	40

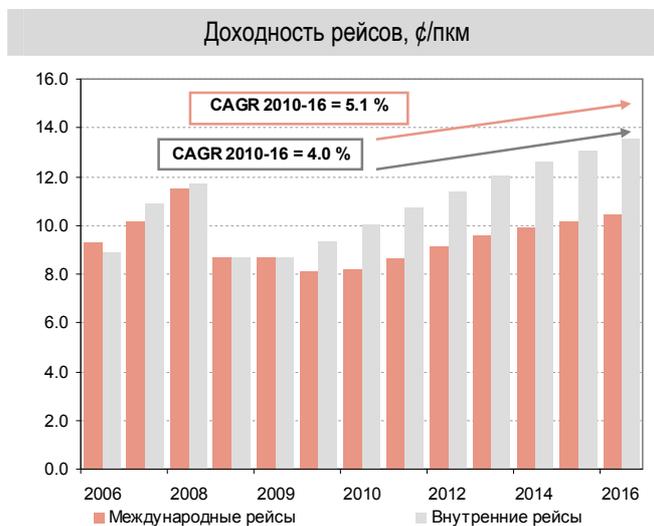
Источник: данные компании

Традиционно последний квартал года вносит корректировки в финансовые результаты компании. Тем не менее, мы не ожидаем существенного ухудшения удельных показателей группы по итогам всего года. Отчасти наши ожидания подтверждаются опубликованными во второй половине марта основными результатами ОАО Аэрофлота, которые не консолидируют показатели других компаний Группы.

По нашим оценкам, за весь 2010 год выручка Группы Аэрофлот увеличится на 28 % до \$ 4.3 млрд, что всего на 7 % ниже докризисного оборота 2008 г. Здесь к важным моментам мы бы отнесли то, что, по нашим оценкам, в прошлом году оборот компании в меньшей степени зависел от прочих поступлений, в числе которых учитываются платежи иностранных компаний (Royalty). Тем не менее, влияние четвертого квартала может привести к снижению маржи по EBITDA, которую мы ожидаем на уровне 13,3 % (18,3 % по итогам 3-х кварталов.).

### Финансовые прогнозы

По мере восстановления мирового рынка авиаперевозок темпы роста доходности рейсов на международных направлениях будут по-прежнему отставать от российских рейсов. Данное предположение исходит из предпосылок более низкой конкуренции на внутренних линиях. В пользу роста доходности указывает удорожание топлива, роста расходов на подготовку персонала, модернизацию флота и т.д., которое формирует крупнейшую часть стоимости перевозок. Внутри России данные расходы в ближайшие 3-4 года могут быть полностью переложены на пассажиров. В отличие от международных рейсов, внутри России в ближайшие годы ожидается сохранение дефицита современных провозных мощностей, что на фоне растущего спроса на перевозки и увеличения доходов населения не вызывает угроз для рентабельности авиаперевозчиков. На внешних направлениях основной прирост доходности рейсов мы формируем, исходя из предпосылок роста цен на нефть, впрочем, угроза замедления мировой экономики может создать предпосылки для более консервативных прогнозов.



Источники: Аэрофлот, оценки Аналитического департамент БМ

В структуре доходов от перевозок в ближайшие годы мы не ожидаем существенных изменений. Без учета консолидируемых авиаактивов Росавиа основная деятельность Аэрофлота сохранится на международных направлениях, доля поступления от которых в 2011-2016 гг., по нашим оценкам, будет составлять 57-59 %. Таким образом, риск дестабилизации международных линий продолжит оказывать доминирующее влияние на результаты компании.

Ключевым моментом также является вопрос с Royalty. Авиакомпания планировала раскрыть размер поступлений от иностранных компаний в 2011 г. Возможно тогда же станут более понятны планы относительно перспектив взимания платы с иностранных авиакомпаний. На данный момент мы оцениваем долю Royalty в EBITDA 2008-2010 гг. Аэрофлота в 35 – 50 % и в дальнейшем прогнозируем ежегодное 30 % сокращение. Таким образом, полностью получать «легкие» деньги Аэрофлот перестанет в 2014 – 2015 гг. Отметим, что даже в случае полной отмены уже в 2012 г. компания недосчитает около 6-10 % своей стоимости.

**Структура доходов Аэрофлота, \$ млн**

	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	4 603	3 346	4 283	5 145	5 952	6 963	7 838	8 813	10 010
Изм, %		-27.3	28.0	20.1	15.7	17.0	12.6	12.4	13.6
Пассажирские перевозки	3 509	2 512	3 428	4 208	4 909	5 767	6 500	7 332	8 311
Изм, %		-28.4	36.4	22.8	16.6	17.5	12.7	12.8	13.4
Грузовые перевозки	334	211	248	335	397	475	550	637	743
Доходы по соглашениям и роялти	477	388	372	368	375	402	429	438	497
Прочие доходы	284	234	236	233	272	319	360	406	460

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

С возвращением тенденции роста цен на топливо, мировой авиарынок вновь оказался под ударом. В марте IATA провела пересмотр прогнозов в сторону понижения, переоценив прибыль мировых авиакомпаний в 2011 г с \$ 9.1 до \$ 8.6 млрд. Как мы уже отмечали выше, внутренний рынок создает определенную защиту российским авиакомпаниям. Аэрофлот, в отличие от мировых гигантов, не испытает, по нашему мнению, существенного давления на свои показатели. Напротив оптимизация маршрутной сети и модернизация флота в ближайшие годы будет позволять сохранять прибыльность.

Индекс цен на авиакеросин, \$/т



Источник: Bloomberg

Наши базовые предпосылки предполагают, что рост цен на нефть в 2011 г. составит около 7 %, в перспективе 2012-2016 гг. наши прогнозы ожидают стабилизацию рынка нефти и средний ежегодный рост в пределах 2 %. На этом фоне даже без учета возможной экономии за счет модернизации парка, темп роста топливных расходов российской авиакомпании будет относительно незначительно обгонять темп роста пассажирооборота.

С учетом развития текущей ситуации в Северной Африке, наши предпосылки по ценам на нефть на 2011 г могут оказаться консервативными. Впрочем, пересмотр цен на нефть, скорее всего, затронет лишь краткосрочный период, а в отличие от мировых авиоперевозчиков исторически российский лидер умело перекладывал значительную часть увеличивающихся затрат на пассажиров. В данной связи, мы полагаем, что пересмотр цен на нефть не вызовет пропорционального снижения стоимости Аэрофлота.

## Чувствительность оценки Аэрофлота к изменению цен на нефть

	Базовый прогноз цен на нефть (Brent) на 2011 г. \$ 80				
Отклонение от прогноза стоимости нефти, %	+ 5.0	+ 10.0	+ 15.0	+ 20.0	+ 30.0
Изменение целевой стоимости акций Аэрофлота, %	- 4.0	- 9.0	- 12.0	- 14.0	- 16.0

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Более высокие темпы роста мы ожидаем в расходах на персонал, учитывающих дефицит квалифицированных кадров, и увеличивающийся парк самолетов иностранного производства. Мы ожидаем, что в ближайшие годы в долларовом выражении рост доходов работников авиакомпании будет составлять 6-10 % в год. Кроме того, в связи с событиями, произошедшими в конце прошлого года, и ростом конкуренции в будущем, мы полагаем, что для сохранения лояльности авиапассажиры более значительной составляющей частью расходов обещают стать издержки на обслуживание пассажиров.

## Динамика основных статей расходов, \$ млн

	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Всего	4 273	3 068	3 833	4 546	5 393	6 415	7 269	8 136	9 199
Изм, %		-28.2	24.9	18.6	18.6	18.9	13.3	11.9	13.1
Авиационное топливо	1 551	725	976	1 073	1 227	1 426	1 606	1 827	2 092
Изм, %		-53.2	34.6	9.8	14.4	16.2	12.6	13.8	14.5
Услуги по обслуживанию судов	594	507	586	724	877	1 061	1 220	1 393	1 593
Техническое обслуживание	295	271	288	355	431	521	599	684	782
Операционный лизинг	207	287	351	386	386	405	463	517	583
Оплата труда	687	539	650	817	1 003	1 239	1 448	1 666	1 926
Амортизация	159	145	160	194	243	276	286	286	301
Прочие	780	595	821	998	1 227	1 486	1 647	1 765	1 922

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Таким образом, исходя из наших предпосылок, в среднесрочной перспективе рентабельность Аэрофлота по EBITDA, несмотря на рост самого показателя, будет снижаться, и, по нашим оценкам, в 2014 – 2016 гг. упадет до 9 %. На уровне чистой прибыли мы ожидаем рентабельность на уровне 5.4 – 5.8 %, что при сохранении текущей дивидендной политики (выплата около 25 % по РСБУ) может позволять ожидать дивидендные выплаты, соответствующие доходности в 3-4 %.

## Прогнозные финансовые результаты, \$ млн

	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	4 603	3 346	4 283	5 145	5 952	6 963	7 838	8 813	10 010
Изм, %		-27.3	28.0	20.1	15.7	17.0	12.6	12.4	13.6
Операционная прибыль	330	278	450	598	559	548	569	676	812
ЕБИТДА	489	423	610	792	802	824	855	963	1 112
margin, %	10.6	12.6	14.2	15.4	13.5	11.8	10.9	10.9	11.1
Прибыль до налогов	167	206	344	466	410	399	434	553	680
Чистая прибыль	43	89	254	346	298	289	320	417	517
margin, %	0.9	2.7	5.9	6.7	5.0	4.2	4.1	4.7	5.2

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

## Проблемы конца 2010 гг.

Неудовлетворительная работа Аэрофлота в новогодние праздники, связанная с отсутствием противообледенительной жидкости, вряд ли нанесёт компании большой финансовый ущерб. Денежные компенсации пассажирам задержанных рейсов были заменены на ваучеры, которые в 2011 году обеспечат «безденежный» спрос на услуги авиакомпании, повысив загруженность рейсов, а прямых затрат при этом компания не понесёт. Более существенным риском является репутационный. Мы попытались проанализировать возможность оттока пассажиров к другим авиакомпаниям по трём направлениям, на которые приходится более 90 % выручки Аэрофлота: Европы, России и Азии. Среди указанных направлений мы сравнили крупнейшие по пассажиропотоку и

доходности рейсы Аэрофлота с конкурентами.

Для оценки возможностей пассажиров по выбору перевозчика мы учитывали лишь компании, выполняющие не менее двух рейсов в неделю, а также транзитные рейсы авиакомпании, дающие реальную экономию средств и одновременно, не сильно увеличивающие время перелета. Кроме того, из списка потенциальных конкурентов мы исключили партнеров Аэрофлота, работающих с ним в рамках альянса, либо по двусторонним соглашениям (например: код-шеринг).

В результате проведенного анализа можно отметить, что среди крупнейших европейских направлений конкуренция высока лишь на четырех – Лондон, Берлин, Вена и Мюнхен. На Париж, Рим, Милан и Амстердам, альтернативных предложений по прямым перелетам меньше, тем не менее, билеты на данных направлениях достаточно дорогие, поэтому можно выбрать более длительный, но и более доступный полет с пересадкой. На остальных направлениях альтернатив Аэрофлоту практически нет: так на Копенгаген, Варшаву, Белград и Софию нет удобных стыковочных рейсов, а билеты Swiss Air в Женеву на 30 % дороже, чем у Аэрофлота.

### Европа, доля выручки Аэрофлота – 34 %

Направление	Количество рейсов в день Аэрофлота	Рейсов в день всего	Конкуренты на прямых рейсах	Конкуренты на не прямых рейсах	Примечание
Париж	7-8			Air Berlin-6000, Air Baltic, LOT, s7+ Lufthansa, Czech Air	Имеются конкуренты с ценой полёта 15000 руб., но продолжительность перелета - 7 часов и выше
Лондон	2-4	11	BMI, British Airways, Трансаэро		Билет Трансаэро - около 14000 руб, но частота полетов немного меньше, менее удобное время
Рим	3-4			Air Baltic, S7+AirBerlin, LOT, Czech Airlines, Transaero+FlyNiki	Продолжительность перелёта непрямым рейсом - от 7 часов, но цена намного ниже
Милан	3			Air Baltic, Air Berlin, S7, JAT	Мало удобных рейсов у конкурентов, продолжительность перелёта - от 7 часов
Прага	4			Belavia, LOT, SAS Airlines	Неудобное время вылета, большая продолжительность полета
Амстердам	3-4			SAS, Alitalia, GTK Rossia, Czech Airlines	Значительное ценовое преимущество конкурентов перед Аэрофлотом
Берлин	3	11	Air Berlin, German Wings, Lufthansa, Трансаэро		Конкуренция высока, есть адекватные альтернативы Аэрофлоту
Копенгаген	3			Air Baltic, Air Berlin, TUIfly	Долгий перелёт рейсами конкурентов, почти нет разницы в цене
Варшава	2-4			AirBaltic, JAT, Rossia, Czech Air	Рейсы конкурентов неудобные, но значительно дешевле
Вена	2	12	Austrian Airlines, Transaero		Конкуренция высока, есть адекватные альтернативы Аэрофлоту
Белград	2			-	Альтернатив нет
София	2			Czech Airlines	Адекватных альтернатив Аэрофлоту нет
Женева	2	3	Swiss Air	SAS, Alitalia, S7+ Lufthansa	Адекватных альтернатив Аэрофлоту нет, рейс Swiss Air значительно дороже
Мюнхен	2	11	Air Berlin, Lufthansa, Россия, S7		Конкуренция высока, есть адекватные альтернативы Аэрофлоту

Источник: данные компаний

На быстрорастущем азиатском направлении удобные альтернативы Аэрофлоту практически отсутствуют – сдержанная тарифная политика компании и почти полное отсутствие дешевых непрямых рейсов являются высокими барьерами для конкурентов.

### Азия, доля выручки Аэрофлота – 18 %

Направление	Количество рейсов в день Аэрофлота	Рейсов в день всего	Конкуренты на прямых рейсах	Конкуренты на непрямых рейсах	Примечание
Пекин	2-3	3-4	Air China, Transaero	S7	Air China-20000 руб., Трансаэро-13000 руб., но рейсы только по выходным
Шанхай	1-2	2-3	China Eastern	S7, Cathay	Цены China Eastern - чуть выше, чем у Аэрофлота, полет с пересадкой дольше прямого на 8-10 часов
Гонконг	1	1	Cathay Pacific		конкуренция невысока, билеты Cathay в дорожке Аэрофлота
Токио	1	1-2	Japan Airlines	Emirates, Finnair	конкуренция невысока, билеты Japan Airlines дорожке Аэрофлота
Стамбул	3	7	Turkish Airlines		Конкуренция невысока, цены Аэрофлота и Turkish Airlines примерно равны

Источник: данные компаний

Наибольшая доля выручки лидера отрасли приходится на Россию, где по пассажиропотоку она занимает около 25 % рынка. С одной стороны, множество конкурентов с более либеральным ценообразованием повышают риски для Аэрофлота. Однако на стороне перевозчика играет скорая консолидация активов Росавиа: будут созданы как минимум два новых хаба – в Санкт-Петербурге и на Дальнем Востоке, на ряде направлений ослабнет конкуренция, а создание нескольких региональных перевозчиков сильно ограничит отток пассажиров.

### Россия, доля выручки Аэрофлота – 40 %

	Количество рейсов в день Аэрофлота	Рейсов в день всего	Средняя цена Аэрофлота, руб.	Цены конкурентов, руб.*
Санкт-Петербург	более 10	40	3 200	1 600-3 300
Екатеринбург	более 5	20	5 750-6 200	2 800-6 000
Новосибирск	4	18	6 400-6 700	6 000-6 900
Краснодар	3-4	22	3 600	3 400-3 700
Калининград	3-4	14	2 900	2 800-3 900
Сочи	3	13	3 600	3 400-3 800
Самара	3	12	4 200	4 300
Иркутск	2	9	8 400	8 300-10 000
Омск	2	11	6 200	6 000-7 000
Уфа	2	17	4 500	3 700-4 400
Астрахань	2	5	4 000	4 000-5 000
Волгоград	2	10	4 800	4 800

\* - по данным на начало марта 2011 г.

Источник: данные компаний

Проанализировав вышеперечисленные направления, мы пришли к выводу, что в реальности риски оттока клиентов у Аэрофлота не велики. С точки зрения наличия конкурентов главный репутационный риск Аэрофлота в ближайшие годы - потеря клиентов на доходных европейских рейсах в Лондон, Рим, Милан. Впрочем, предложение на данные направления, по нашему мнению, не является избыточным, в связи с чем при определенных усилиях авиакомпании по повышению лояльности пассажиров и восстановлению репутации, мы не ожидаем заметного оттока. Несмотря на высокую конкуренцию на внутренних рейсах, где имиджевая составляющая, по нашим оценкам, имеет меньшее значение, а главным аргументом, как правило, является цена, тарифная политика Аэрофлота взвешена. Тем не менее, как на внутренних, так и на внешних рейсах мы отдельно учитываем возможные повышенные затраты авиакомпании на обслуживание

пассажиров, что является платой за повышение лояльности.

**Оценка**

Основным методом оценки стоимости акций Аэрофлота являлся метод DCF. Ниже мы также провели сравнение текущей стоимости Аэрофлота с мировыми авиакомпаниями. Тем не менее, данный метод использовался нами лишь в качестве проверки результатов, полученных, в конечном итоге, по оценке потоков (DCF). Ставки дисконтирования потоков Аэрофлота мы приняли на уровне 14.4 %, что, по нашему мнению, наиболее объективно отражает присущие риски и ликвидность акций компании.

Исходя из принятых нами предпосылок и наших прогнозов, мы оцениваем справедливую стоимость одной акции Аэрофлота в \$ 3.1 или \$ 3.5 млн за всю компанию. Наш целевой уровень на 22 % выше текущую рыночную стоимость акций компании на ММВБ, что соответствует рекомендации «покупать».

Отдельно отметим, что ниже мы отмечаем ряд факторов, которые на данный момент не могут быть полностью учтены в оценке, но в будущем могут оказать существенное влияние на ее результаты.

**Модель DCF Аэрофлота**

**Прогноз денежного потока**

в млн. руб	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<b>Выручка</b>	<b>3 808</b>	<b>4 603</b>	<b>3 346</b>	<b>4 283</b>	<b>5 145</b>	<b>5 952</b>	<b>6 963</b>	<b>7 838</b>	<b>8 813</b>	<b>10 010</b>
Темп роста (%)		21%	-27%	28%	20%	16%	17%	13%	12%	14%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>723</b>	<b>489</b>	<b>423</b>	<b>610</b>	<b>792</b>	<b>802</b>	<b>824</b>	<b>855</b>	<b>963</b>	<b>1 112</b>
Рентабельность (%)	19.0%	10.6%	12.6%	14.2%	15.4%	13.5%	11.8%	10.9%	10.9%	11.1%
<b>ЕБИТ</b>	<b>578</b>	<b>330</b>	<b>278</b>	<b>450</b>	<b>598</b>	<b>559</b>	<b>548</b>	<b>569</b>	<b>676</b>	<b>812</b>
Рентабельность (%)	15.2%	7.2%	8.3%	10.5%	11.6%	9.4%	7.9%	7.3%	7.7%	8.1%
-Налоги на прибыль	224	143	120	90	120	112	110	114	135	162
<b>НОРАТ</b>	<b>354</b>	<b>187</b>	<b>158</b>	<b>360</b>	<b>479</b>	<b>447</b>	<b>439</b>	<b>455</b>	<b>541</b>	<b>649</b>
+ Амортизация	145	159	145	160	194	243	276	286	286	301
- Капвложения	-579	-580	-408	-378	-395	-401	-343	-283	-300	-305
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-320	52	-195	-75	-5	-68	-85	-74	-80	-98
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>-400</b>	<b>-182</b>	<b>-299</b>	<b>67</b>	<b>272</b>	<b>221</b>	<b>286</b>	<b>386</b>	<b>447</b>	<b>547</b>

**Основные предположения**

WACC	14.4%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

**Расчет WACC**

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6.0%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес., б.п.	200
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.50%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	2.01
Безрисковая ставка	6.0%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>16.8%</b>
Стоимость долга	11.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>8.8%</b>
<b>WACC</b>	<b>14.4%</b>

**Специфический риск эмитента**

	0.50%
Отношения с государством	0.25%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.00%

**Оценка DCF**

Дисконтированный денежный поток	1 481
Конечная стоимость	5 460
Приведенная конечная стоимость	2 785
Стоимость денежных потоков	4 266
Текущий чистый долг (наличность)	797
Чистая стоимость компании	3 469
Количество акций (млн.)	1 111
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>3.1</b>

**Анализ чувствительности**

Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%	15.9%
5.5%	4.5	4.1	3.8	3.6	3.4	3.1	3.0
5.0%	4.2	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0	2.8
4.5%	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1	2.9	2.7
<b>4.0%</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>
3.5%	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8	2.7	2.5
3.0%	3.4	3.2	3.1	2.9	2.7	2.6	2.4
2.5%	3.3	3.1	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4

**Расчет бэта**

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	<b>1.50</b>
больше 200	1.65
0 / непубличный бизнес	2.00

## Финансовые результаты и прогнозы

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>						
Выручка	3 808	4 603	3 346	4 283	5 145	5 952
Операционные расходы	3 230	4 273	3 068	3 833	4 546	5 393
Операционная прибыль	578	330	278	450	598	559
ЕБИТДА	723	489	423	610	792	802
Чистые процентные расходы	37	163	72	106	132	150
Прочие расходы (доходы)	4	118	45	46	48	50
Прибыль до налогов	537	167	206	344	466	410
Налоги на прибыль	224	143	120	90	120	112
Доля миноритариев	8	-	19	-	3	7
Чистая прибыль	305	43	89	247	337	289
<b>Баланс</b>						
Денежные средства и эквиваленты	91	147	121	212	438	579
Дебиторская задолженность	1 054	916	944	1 054	1 190	1 377
Запасы	104	79	70	77	91	108
Прочие оборотные активы	55	10	38	42	48	55
Основные средства	1 709	1 774	2 168	2 487	3 421	4 222
Прочие внеоборотные активы	391	424	680	722	993	1 225
Итого активы	3 398	3 350	4 021	4 594	6 180	7 566
Кредиторская задолженность	630	667	675	717	862	997
Краткосрочный долг	131	145	156	162	167	173
Кратк. обязательства по финансовому лизингу	67	78	68	121	185	224
Прочие краткосрочные обязательства	252	208	239	224	390	562
Долгосрочный долг	380	591	820	847	877	907
Долг. Обязательства по финансовому лизингу	531	460	411	680	1 038	1 258
Прочие долгосрочные обязательства	290	263	646	607	1 056	1 521
Капитал и резервы	1 185	884	963	1 234	1 605	1 923
Итого пассивы	3 398	3 350	4 021	4 594	6 180	7 566
<b>Отчет о движении денежных средств</b>						
Операционная прибыль	578	330	278	450	598	559
Налоги на прибыль	203	142	9	90	120	112
Амортизация	145	159	145	160	194	243
Изменение оборотного капитала	-	320	52	-	195	-
Прочее	17	73	9	-	-	-
Денежные потоки от операций	217	473	229	445	668	622
Капиталовложения	-	579	-	580	-	408
Прочие доходы (инвестиции)	162	141	109	137	137	137
Денежные потоки от инвестиций	-	417	-	439	-	299
Свободные денежные потоки	-	201	33	-	71	204
Изменение долга	228	146	140	33	36	36
Платежи по финансовому лизингу	-	68	-	75	-	102
Дивиденды	-	59	-	62	-	9
Прочее	8	14	19	-	-	-
Чистые денежные потоки	-	91	56	-	23	91
<b>Показатели рентабельности</b>						
ЕБИТДА, %	19	11	13	14	15	13
операционная прибыль, %	15	7	8	11	12	9
чистая прибыль, %	8	1	3	6	7	5
<b>Показатели долговой нагрузки</b>						
Общий долг	1 110	1 275	1 456	1 811	2 268	2 563
Чистый долг	1 019	1 128	1 335	1 599	1 830	1 984
Чистый долг/ЕБИТДА	1.41	2.30	3.15	2.62	2.31	2.47
<b>Кэффициенты</b>						
P/E	9.3	66.0	31.7	11.5	8.4	9.8
EV/ЕБИТДА	6.1	9.1	10.5	7.3	5.6	5.5
EV/S	1.2	1.0	1.3	1.0	0.9	0.7
FCF Yield, %	отр	1.2	отр	7.2	14.5	12.6
ROE	25.8	4.9	9.3	20.0	21.0	15.1

## Неучтенные факторы

### Продажа Норд-Авиа, покупка активов Росавиа

Крупнейшим событием для Аэрофлота, которое должно состояться в ближайшее время, обещает стать завершение сделки по поглощению авиаактивов, входящих в состав Росавиа. Схема сделки предполагает передачу аэрофлоту в обмен на его акции шести авиакомпаний: Россия, Владивосток Авиа, Оренбургские авиалинии, Кавминводыавиа, Саратовскими авиалиниями и Сахалинскими авиатрассы.

С учетом объединения Аэрофлот пересмотрел стратегию своего развития, учитывающую новую специализацию поглощаемых компаний. Менеджмент авиакомпании сообщал отдельные фрагменты развития группы до 2025 года, которые предполагают выход компании практически во все сегменты рынка. Рассматривается возможность создания двух новых хабов на Дальнем Востоке и в Санкт-Петербурге, создание специализированного чартерного перевозчика и создание дискаунтера.

### Стратегия Аэрофлота по развитию консолидируемых активов

Компания	Центры базирования	Перевезено пассажиров в 2010 г., тыс. чел.	Текущая структура и характеристика флота	Специализация в рамках группы
Аэрофлот ПА	Москва (Шереметьево)	11 286	Флот преимущественно состоит из новых современных самолетов	
Создание новых Хабов				
Россия	С.-Петербург. Основная специализация - рейсы в Москву	3 073	Компания эксплуатирует около 16 самолетов семейства Airbus 319/320, 5 Boeing 737 и 3 Boeing 767. В 2010 г. компания получила 5 новых региональных самолетов Ан-148	Обслуживание Северо-Западного Хаба Группы
Владивосток авиа	Владивосток	1 262	Компания эксплуатирует около 16 современных самолетов: дальнемагистральные Airbus A330 (3) и Ту-204-300 (6), среднемагистральные Airbus A320 (7). Остальной парк это старые и модернизированные Ту-154, Як-40.	Крупнейшая компания дальневосточного региона
Региональные перевозчики				
Дон авиа	Ростов-на-Дону, Москва (Шереметьево)	1 386	Компания оперирует 10 Boeing 737	Региональный перевозчик
Кавминводыавиа	Минеральные воды, Ставрополь	519	Около 10 самолетов, в основном Ту-154. Компания также эксплуатирует 2 Ту-204	На базе компании планируется создать единого российского перевозчика в СКФО
Саратовские авиалинии	Саратов	337	7 Як-42	Региональный перевозчик
Сахалинские авиатрассы	Южно-Сахалинск	294	4 Boeing-737, 3 Bombardier, 7 Ан-12, Ан-24	Возможно создание на базе авиакомпании низкотарифного перевозчика (low cost)
Выполнение чартерных программ				
Оренбургские авиалинии	Оренбург	2 402	Флот компании более 30 самолетов, половина из которых Boeing-737.	Основная деятельность - чартерный перевозчик

Источники: данные компании, СМИ, Аналитический департамент Банка Москвы.

В настоящее время идет согласование оценки передаваемых компаний. По данным СМИ, оценщик Аэрофлота оценил передаваемые активы в 1.8 млрд руб., что соответствует 2.5 % текущей капитализации Аэрофлота. Напомним, что ранее Ростехнологии планировали получить до 8-9 % Аэрофлота. Исходя из текущей капитализации Аэрофлота, объявленные Ростехнологиями уровни соответствуют оценке в 6.5-7.3 млрд руб.

В текущих условиях провести оценку новых активов, из-за отсутствия полной информации достаточно трудно. Тем не менее, без учета фундаментальных факторов, которые в соответствии с новой стратегией Аэрофлота появятся после интеграции всех авиакомпаний Росавиа, мы попытались провести оценку стоимости, которую сейчас платит крупнейшая авиакомпания. В качестве базы для оценки мы используем доступную информацию по объемам перевозок. Отметим, что недавно Аэрофлот закрыл сделку по продаже Норд-Авиа, ранее интегрированной в маршрутную сеть Группы Аэрофлот. В соответствии с данными СМИ, компания была продана всего за \$ 7 млн, что связано с высокой долговой нагрузкой Нордавиа.

### Параметры оценки авиаактивов

	Аэрофлот	Норд-Авиа	Росавиа	
Пассажиропоток, млн чел (PAX)	14.1	1.4	7.4	
			2.5 % Аэрофлота	9 % Аэрофлота
Рыночная капитализация, \$ млн	2 870.4	7.0	71.8	258.3
Долг, \$ млн	797.4	200.0	819.0	819.0
Стоимость компании, \$ млн	3 667.8	207.0	890.8	1 077.3
<b>Коэффициенты</b>				
EV/PAX	260.7	148.1	120.9	146.2
Дисконт к Аэрофлоту, %	-	-43.2	-53.6	-43.9

Наличие 40 %-го дисконта в оценке мы считаем вполне оправданным, т.к. компания Норд Авиа была интегрирована в сеть Аэрофлота, в результате выхода из которой объем перевозок может существенно сократиться. Также мы полагаем, что оправдан дисконт и относительно активов Росавиа, которые еще только предстоит интегрировать в единую маршрутную сеть, что также, скорее всего, приведет к потере пассажиров. В данной связи мы полагаем, что в текущих условиях обмен активов Росавиа, даже по верхнему уровню, запрашиваемому Ростехнологиями, выглядит вполне привлекательно.

### Драйверы роста

#### Планы приватизации

Осенью Аэрофлот был включен в большой список компаний, которые государство планирует приватизировать до 2015 года, что стало мощным катализатором роста котировок перевозчика. Аэрофлот планирует получить синергию от консолидации активов «Росавиа», однако на это потребуется время, поэтому более реальные сроки SPO – через 2-3 года. Тем не менее, готовность государства отдать контрольный пакет и возможность прихода в компанию стратегического частного инвестора положительно скажется на её стоимости.

#### Постепенное увеличение free-float

В декабре 2010 года владелец НПК А. Лебедев продал 4 % акций Аэрофлота в рамках «private placement». Бумаги продавались с дисконтом к рынку. Мы полагаем, что НПК может продолжить предлагать рынку оставшиеся акции (около 15 %) небольшими порциями. Как и прежде размещение будет вероятнее всего проходить с дисконтом, что может вызвать краткосрочную негативную реакцию рынка, однако в долгосрочном периоде увеличение ликвидности акций на 15 % возможно приведет к серьезной переоценке её стоимости в сторону увеличения.

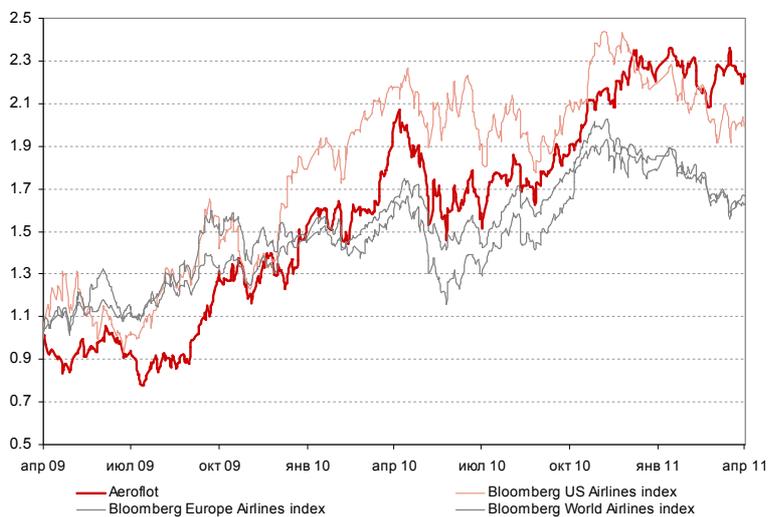
### Динамика акций авиакомпаний

В последние два года котировки акций мировых авиакомпаний демонстрируют рост. Аэрофлота в целом движется в общем тренде с котировками мировых авиаперевозчиков. Восстановление мировой экономики и опережающий рост рынка авиаперевозок практически во всех регионах мира стали следствием улучшения отношения к отрасли. Не был исключением и российский сегмент мировой авиаиндустрии. Котировки крупнейшей российской авиакомпании демонстрируют положительную динамику с середины 2009 г.

Тем не менее, конец 2010 г. привел к охлаждению в бумагах сектора. Первые признаки сбоя в мировой экономике довольно скоро сменились взлетом цен на нефть, ставшим следствием конфликтов в Северной Африке. Чувствительная экономика авиакомпаний к росту стоимости топлива охладила интерес инвесторов. Акции мировых авиаперевозчиков с нового года являются одними из аутсайдеров среди отраслевых индексов.

На фоне обозначенных проблем котировки Аэрофлота, экономика которого связана с потоками пассажиров из России, выглядели гораздо лучше отраслевых индексов. Мы полагаем, что если бы не внутренние события компании, связанные с проблемами вылета в конце прошлого года, частными размещениями акций компании крупнейшим миноритарием и предстоящим объединением активов Росавиа, компания могла бы продемонстрировать еще более существенный отрыв.

Динамика отраслевых индексов и акций Аэрофлота\*



\*- апрель 2008 г = 1

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы.

**Сравнение с аналогами**

По основным мультипликаторам EV/EBITDA и EV/Sales Аэрофлот торгуется на уровне компаний с развивающихся рынков и с небольшой премией к развитым. На развитых рынках компания торгуется примерно на одном уровне с Air France, All Nippon Airways и British Airways по EV/Ebitda, а премия обусловлена низким значением мультипликатора для Lufthansa, компании значительно более крупной, чем Аэрофлот, и австралийской Qantas, котировки которой до сих пор находятся на уровне середины 2009 года.

На развивающихся рынках Аэрофлот торгуется на уровне аналогов, являясь более дешевой компанией по EV/Ebitda и EV/Sales, чем чилийская LAN Airlines, Korean Air lines и Jet Airways India, но более дорогой, чем быстрорастущий турецкий перевозчик Turkish Airlines.

**Сравнение с аналогами**

компания	цена \$	МСap млн \$	EV/EBITDA		EV/S		P/E	
			2010	2011	2010	2011	2010	2011
Аэрофлот	2.54	2 824	7.8	6.3	0.9	0.8	31.4	23.8
<b>Развитые рынки</b>			<b>9.4</b>	<b>4.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>16.2</b>	<b>17.8</b>
Deutsche Lufthansa	20.8	9 521	3.3	2.9	0.3	0.3	14.2	10.3
Air France	16.4	4 959	30.3	5.5	0.6	0.4	neg	-38.3
British Airways	3.67	6 791	25.4	6.2	1.4	0.7	neg	12.7
All Nippon Airways	3.22	7 915	21.9	6.5	1.2	0.9	neg	72.1
Qantas Airways	2.21	4 981	4.5	3.3	0.5	0.4	22.4	10.5
<b>Развивающиеся рынки</b>			<b>7.4</b>	<b>6.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>14.0</b>	<b>10.9</b>
Singapore Airlines	10.7	12 691	7.5	4.1	1.2	0.9	68.0	11.7
Lan Airlines	25.9	8 748	11.3	9.3	2.5	1.8	21.1	17.1
Korean Air Lines	54.6	4 005	7.1	7.1	1.3	1.1	8.8	9.0
Turk Hava Yollari	2.73	2 746	6.2	5.2	0.9	0.7	7.7	6.9
Jet Airways India	9.9	870	14.7	8.7	1.5	1.2	neg	25.4
Asiana Airlines	8.55	1 529	6.2	6.4	1.1	1.0	4.5	4.6
Cathay Pacific Airways	2.36	9 260	5.7	5.7	0.9	0.9	7.7	7.7

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Кирилл Трemasов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Денис Борисов

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Сергей Вахрамеев

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)**Экономика**

Кирилл Трemasов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Стратегия**

Кирилл Трemasов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Юрий Волов, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Юрий Нефедов

[Nefedov\\_YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа

[Chichua\\_VT@mmbank.ru](mailto:Chichua_VT@mmbank.ru)**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Иван Рубинов, CFA

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)**Потребсектор**

Виталий Купеев

[KupeeV\\_VS@mmbank.ru](mailto:KupeeV_VS@mmbank.ru)**Долговые рынки**

Юрий Нефедов (руководитель группы)

[Nefedov\\_YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)

Анастасия Сарсон

[Sarson\\_AY@mmbank.ru](mailto:Sarson_AY@mmbank.ru)

Екатерина Горбунова

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Антон Дроздов, CFA

[Droz dov\\_AY@mmbank.ru](mailto:Droz dov_AY@mmbank.ru)**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Дмитрий Доронин

[Doronin\\_DA@mmbank.ru](mailto:Doronin_DA@mmbank.ru)**Телекоммуникации**

Кирилл Горячих

[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.