

Аэрофлот

Дорогое топливо снижает стоимость

- **Финансовые итоги Аэрофлота за 2007 год вновь оказались позитивными, отразив как рост бизнеса в целом, так и заметное улучшение эффективности бизнеса.** В соответствии с опубликованными данными, выручка компании в 2007 году выросла на 27 %, при том что рентабельность по EBITDA увеличилась до 19 %.
- Исходя из отчета Аэрофлота, средний доход на пассажира на внутренних воздушных линиях (ВВЛ) вырос на 24.5 %, в то время как на международных направлениях (с учетом чартерных программ) – лишь на 6.3 %. Как следствие, уже **по итогам прошлого года доходность внутренних рейсов Аэрофлота превысила международные.**
- Вместе с публикацией сильных данных лидеру **русской авиационной индустрии в предстоящем году предстоит новое испытание на прочность – с начала года рост стоимости топлива превысил 50 %.** В результате чего мы пересмотрели наши прогнозы стоимости авиакеросина в 2008-2013 гг.
- **Учитывая высокую чувствительность авиакомпаний к росту стоимости топлива, мы также пересмотрели наши ожидания по топливным расходам.** По нашим оценкам в результате роста цен на нефть топливных расходов Аэрофлота в 2008 году возрастут на 80 %, что на 55 % превышает наши предыдущие оценки. Общее увеличение операционных расходов по итогам текущего года мы оцениваем в 40 %, что на 24 % превышает наши предыдущие прогнозы.
- В результате проведенного пересмотра нашей финансовой модели, **мы снижаем целевую стоимость акций Аэрофлота с \$ 5 до \$ 4.7, сохраняя рекомендацию - «покупать».**
- Отметим, что **изменение конъюнктуры топливного рынка уже нашло свое отражение на рынке акций мировых авиакомпаний.** Впрочем, влияние данного фактора на российских представителей отрасли было более скромным. И хотя, мы полагаем, что из-за наличия у отечественных игроков внутреннего рынка, потенциал которого способен снизить негативное влияние роста стоимости топлива, в среднесрочном периоде, акции российских компаний останутся под давлением динамики мировых компаний.

Акции

Транспорт

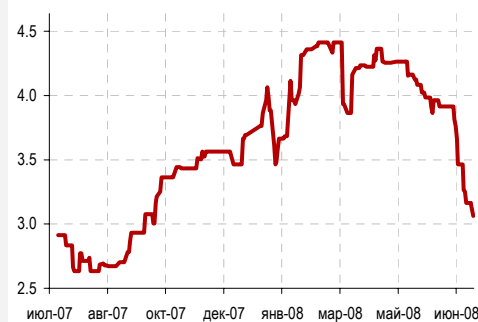
Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Основные данные

Код РТС	AFLT
Цена акции \$	3.1
Капитализация млн. \$	3 443
EV млн. \$	4 462
Целевая цена \$	4.7
Потенциал %	52%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	3 808	5 018	5 954
EBITDA	723	643	835
Прибыль	305	283	420
EV/EBITDA	6.17	6.94	5.34
EV/S	1.17	0.89	0.75
P/E	11.28	12.16	8.19
Рентабельность			
По EBITDA	19.0%	12.8%	14.0%
Чистая	8.0%	5.6%	7.1%

Акционеры

	Доля%
ФАУФИ	51.2%
Прочие	48.8%

Финансовые итоги: еще один удачный год

Аэрофлот вновь порадовал инвесторов позитивными результатами. Согласно опубликованным данным, выручка авиаперевозчика за год выросла на 27 % до \$ 3.8 млрд, что оказалось на 3 % выше наших ожиданий. Отклонение фактического результата от наших прогнозов в основном произошло за счет более высоких доходов грузового сегмента, на 15 % превысивших ожидания, и двукратного увеличения выручки от чартерных пассажирских перевозок – с \$ 20 млн до \$ 48 млн.

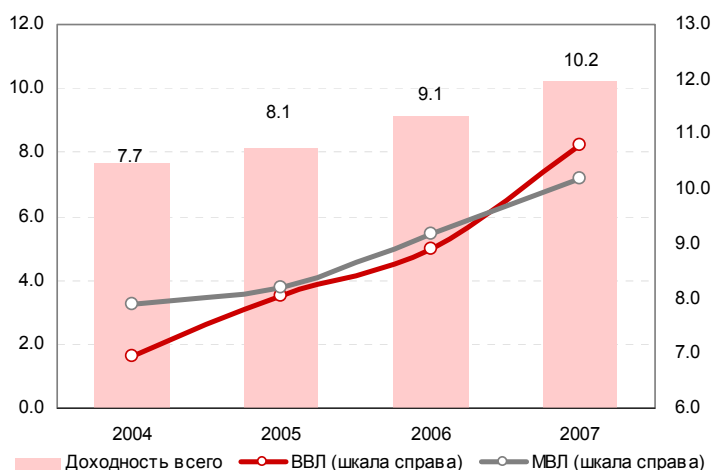
Финансовые показатели Группы «Аэрофлот» по МСФО

\$ млн	2006	2007	Изм., %	2007П	Откл., %
Выручка	2 992	3 808	27.3	3 716	2.5
пассажирские перевозки	2 209	2 894	31.0	2 837	2.0
грузовые перевозки	264	272	2.8	237	14.5
прочее	519	642	23.7	642	0.1
Операционная прибыль	386	578	49.7	576	0.4
рентабельность, %	12.9	15.2		15.5	
EBITDA	484	723	49.4	674	7.2
рентабельность, %	16.2	19.0		18.2	
EBITDAR	618	893	44.5	840	6.4
рентабельность, %	20.7	23.5		22.6	
Чистая прибыль	255	305	19.6	362	-15.8
рентабельность, %	2.1	8.0		9.8	

Источники: данные компании, Банк Москвы

Тем не менее, стоит отметить также более стремительный рост тарифов компании на внутреннем рынке. Исходя из отчета Аэрофлота, средний доход на пассажира на внутренних воздушных линиях (ВВЛ) вырос на 24.5 %, в то время как на международных направлениях (с учетом чартерных программ) – лишь на 6.3 %. Как следствие, уже по итогам прошлого года доходность внутренних рейсов Аэрофлота превысила международные.

График доходности рейсов Аэрофлота, цент/пкм



Источники: данные компании, Банк Москвы

Операционные расходы в целом росли более скромными темпами – рост за год составил 24 %, причем крупнейшая статья расходов – топливо – увеличилась за период лишь на 11 %. Таким образом, компании удалось сдержать рост расходов на топливо, что стало возможным в основном благодаря модернизации парка. По данным компании, за год топливная эффективность парка самолетов в расчете на одно кресло-километр повысилась на 5.4 %. По той же причине всего на 17 % повысились расходы на техническое обслуживание самолетов, и одновременно увеличился среднесуточный налет каждого самолета. В целом же в относительных величинах расходы компании на одно кресло-километр выросли на 7 %, доходы – на 26.1 %.

\$ млн.	2006	2007	Изм., %
Операционные расходы	2 606	3 230	23.9
Расходы на топливо	902.2	1 023.1	13.4
Услуги по обслуживанию ВС	397.3	497.7	25.3
Техническое обслуживание	179.0	208.7	16.6
Операционная аренда	134.5	170.2	26.5
Расходы на персонал	408.3	555.2	36.0
Амортизация	97.6	145.0	48.6
Коммерческие и маркетинговые расходы	166.4	208.3	25.2
Обслуживание пассажиров	76.3	105.6	38.4
Прочее	487.2	629.9	29.3

Источник: данные компании

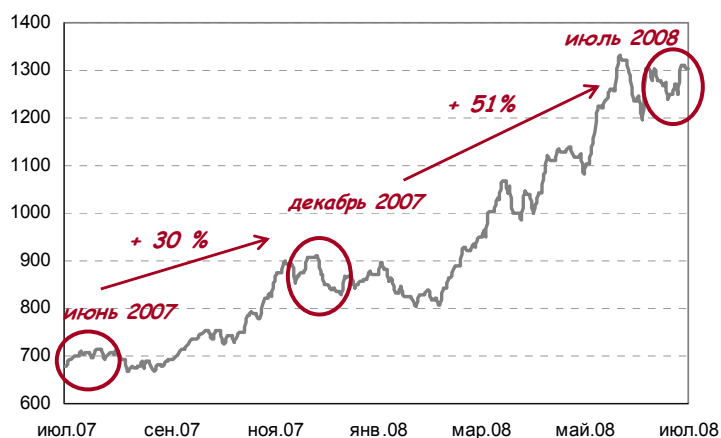
Как итог, операционная прибыль Аэрофлота выросла на 50 %, как и показатель EBITDA, который составил \$ 723 млн. Рентабельность Аэрофлота по EBITDA за год увеличилась на 2.8 п. п. до 19 %, что является весьма высоким показателем для отрасли.

Чистая прибыль компании при этом увеличилась лишь на 21 % до \$ 313 млн. Более медленные темпы роста были обусловлены списанием невозмещаемого НДС на сумму \$ 45 млн, а также крайне высокой эффективной ставкой по налогу на прибыль – в 2007 г. она составила 41.6 % против 33.5 % годом ранее.

Новое испытание

Сохраняющийся повышательный тренд на рынке нефти уже ослабил позиции транспортных компаний, наиболее чувствительными из которых оказались авиакомпании. Пока, судя по финансовым итогам Аэрофлота за 2007 год, рост цен на нефть не сильно отразился на деятельности авиакомпании. Тем не менее, стоит отметить, что основной рост стоимости топлива пришелся на 2008 год.

Ценовой индекс Bloomberg авиатоплива, \$/т

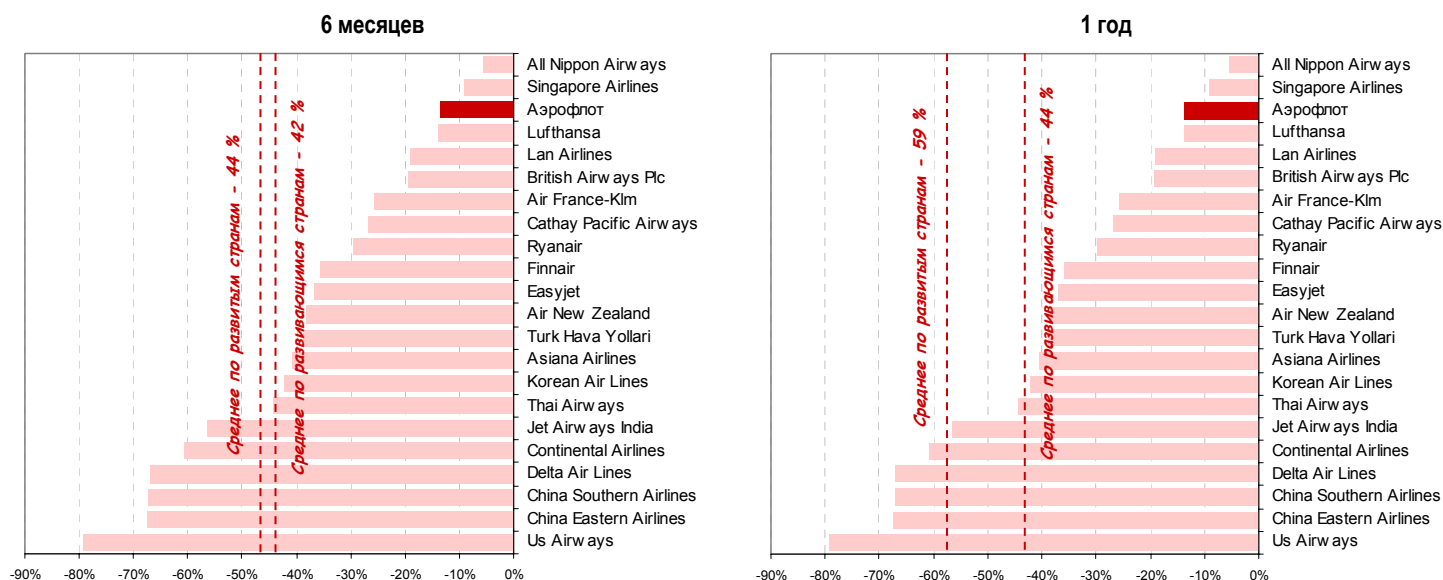


Источник: Bloomberg

В прошлом году, по нашему мнению, благодаря повышению спроса на авиаперевозки компании получили возможность заранее провести индексацию тарифов, что на фоне стабильной динамики рынка нефти в 1-м полугодии позволило им получить дополнительную прибыль. В текущем же году наблюдается обратная ситуация. Начало года ознаменовалось очередным витком роста стоимости топлива, за первые 6 месяцев подорожавшего на 51 %, в то время как, по данным авиакомпаний, индексация тарифов проходила с заметным опозданием.

Последствия роста цен на нефть можно проследить уже на основании финансовых показателей за 1-й квартал 2008 г. Во 2-м квартале ситуация не улучшилась и в связи с чем ожидать от российских авиакомпаний в текущем году столь же позитивных результатов, как в 2007 г., не стоит: данная тенденция наблюдается во всем мире. Очередной виток нефтяного рынка уже стал следствием новых банкротств и снижением финансовых прогнозов авиатранспортного сектора. В результате, 1-е полугодие стало весьма печальным для акций авиакомпаний, что создает негативный фон для российских авиаперевозчиков, пока более сдержанно отреагировавших на изменение конъюнктуры.

Изменение котировок авиакомпаний в мире, %

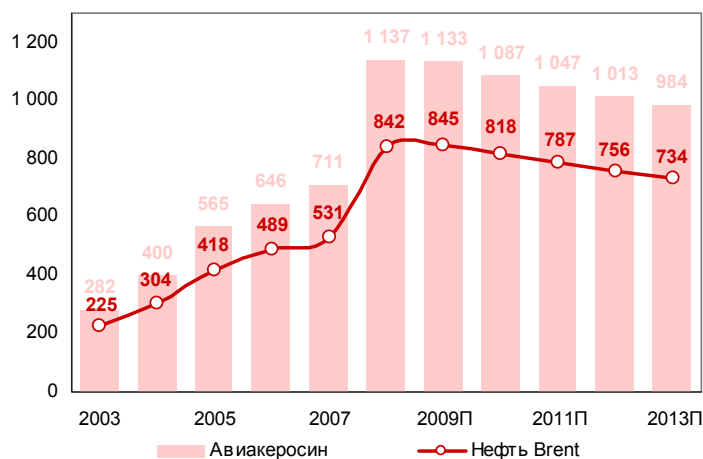


Источник: Bloomberg

Между тем отметим, что по нашему мнению, устойчивость акций крупнейших российских компаний от мировых аналогов оправдано, т.к. они имеют защиту в виде огромного потенциала внутреннего рынка, работа на котором иностранных компаний ограничена. Кроме того, влияние роста цен на нефть в определенной степени смягчается обратным эффектом – ростом доходов населения, позволяющим проводить более резкую индексацию тарифов. Также отметим, что в условиях удорожания топлива может произойти ускорение консолидации отрасли, что связано со снижением конкурентоспособности мелких компаний. На этом фоне даже в случае замедления роста российского рынка крупные компании могут существенно усилить свои позиции по итогам текущего года.

Удорожание топлива в 1-м полугодии 2008 г. значительно превзошло наши ожидания, на фоне чего мы вынуждены скорректировать свои прогнозы цен на топливо. С учетом наших новых прогнозов, по итогам текущего года среднегодовая стоимость авиационного керосина будет составлять \$ 1 140 за тонну.

Прогноз цен на авиационное топливо, \$/т

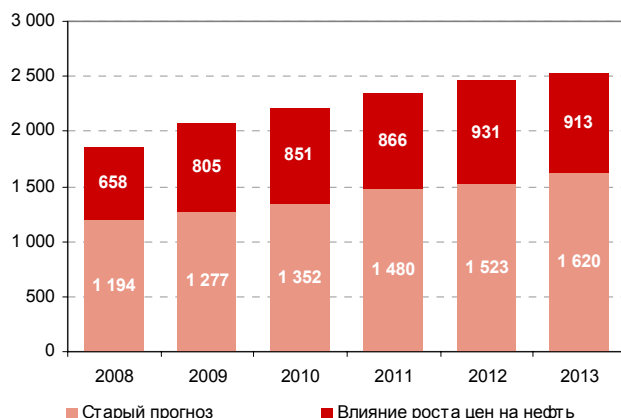


Источник: Банк Москвы

Изменение рекомендации

С учетом описанных выше предпосылок мы провели переоценку справедливой стоимости акций Аэрофлота. В результате более агрессивного роста цен на авиакеросин мы увеличили топливные затраты авиакомпании.

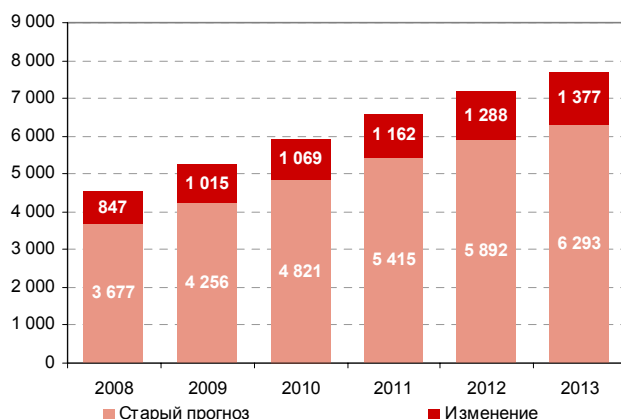
Изменение прогнозов топливных затрат, \$ млн



Источник: Банк Москвы

По нашим оценкам, в результате роста цен на нефть топливные расходы Аэрофлота в 2008 году возрастут на 80 %, что на 55 % превышает наши предыдущие оценки. Общее увеличение операционных расходов по итогам текущего года мы оцениваем в 40 %, что на 24 % превышает наши предыдущие прогнозы.

Изменение прогнозов издержек Аэрофлота, \$ млн



Источник: Банк Москвы

Частично повышение издержек будет компенсировано ростом тарифов. По признанию менеджмента, что рост цен на нефть в начале года не будет компенсирован своевременно. Однако, ввиду чувствительности спроса на авиаперевозки по цене, образовавшийся лаг, по всей видимости, не позволит авиакомпании полностью переложить возросшие издержки на потребителей, ввиду чего произойдет сильное снижение рентабельности Аэрофлота по итогам 2008 года. Наши новые прогнозы предполагают снижение рентабельности по EBITDA в 2008 году до 13 % с 18 % ранее и с 17.8 до 14 % в 2009.

		2008	2009	2010
Выручка	новый прогноз	5 018	5 954	6 812
	старый прогноз	4 346	5 031	5 694
	отклонение, %	15.5	18.4	19.6
EBITDA	новый прогноз	643	835	1 091
	старый прогноз	793	895	1 020
	отклонение, %	-19.0	-6.7	6.9

В результате проведенной переоценки мы **снизили целевую цену акций аэрофлота на конец года с \$ 5 до \$ 4.7**. Тем не менее, с учетом наличия 40 % потенциала от текущей стоимости акций на рынке **подтверждаем нашу рекомендацию – «покупать»**.

Оценка стоимости

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка	2 526	2 992	3 808	5 018	5 954	6 812	7 652	8 354	8 904
Темп роста (%)		18%	27%	32%	19%	14%	12%	9%	7%
EBITDA	322	484	723	643	835	1 091	1 252	1 353	1 406
Рентабельность (%)	12.7%	16.2%	19.0%	12.8%	14.0%	16.0%	16.4%	16.2%	15.8%
EBIT	242	387	578	494	683	922	1 074	1 174	1 234
Рентабельность (%)	9.6%	12.9%	15.2%	9.8%	11.5%	13.5%	14.0%	14.1%	13.9%
-Налоги на прибыль	89	130	224	148	191	240	258	282	296
NOPAT	153	257	354	346	492	682	816	892	938
+ Амортизация	80	97	145	149	152	169	178	179	172
- Капвложения	-191	-312	-561	-540	-415	-337	-193	-184	-292
(Увеличение)/Уменьшение WC	-93	-1	-224	-21	-101	-90	-90	-77	-61
Чистый денежный поток	-25	41	-285	-66	129	425	711	811	757

Основные предположения

Ставка дисконтирования (WACC)	12.7%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Бэта*	1.8
D/(E+D)	24%
Бэта с учетом долга	2.23
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость акционерного капитала (AK)	14.8%
Взвешенная стоимость АК	11.3%
Стоимость долга	5.0%
Стоимость долга без налогов	5.8%
D/(E+D)	24%
Взвешенная стоимость долга (Д)	1.4%
WACC	12.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 799
Конечная стоимость	8 065
Приведенная конечная стоимость	4 442
Стоимость денежных потоков	6 242
Текущий чистый долг (наличность)	1 019
Чистая стоимость компании	5 223
Количество акций (млн.)	1110.6
Стоимость на акцию	4.70

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
Конечный темп роста (%)		9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%	15.7%
	4.5%	9.55	7.77	6.48	5.51	4.75	4.14	3.64
	4.0%	8.75	7.21	6.08	5.21	4.52	3.96	3.49
	3.5%	8.08	6.74	5.73	4.94	4.31	3.79	3.36
	3.0%	7.50	6.32	5.42	4.70	4.12	3.64	3.24
	2.5%	7.01	5.96	5.14	4.49	3.95	3.50	3.12
	2.0%	6.58	5.64	4.90	4.29	3.79	3.37	3.02
	1.5%	6.21	5.35	4.67	4.11	3.65	3.26	2.92

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Доходность к погашению еврооблигаций Россия-30

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	2 526	2 992	3 808	5 018	5 954	6 812	7 652	8 354	8 904
Операционные расходы	2 204	2 509	3 085	4 375	5 119	5 721	6 400	7 001	7 498
Амортизация	80	97	145	149	152	169	178	179	172
Операционная прибыль	242	387	578	494	683	922	1 074	1 174	1 234
EBITDA	322	484	723	643	835	1 091	1 252	1 353	1 406
Чистые процентные расходы	18	27	49	56	62	80	82	79	73
Прочие расходы (доходы)	- 55	- 28	- 8	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	279	388	537	438	621	841	993	1 095	1 161
Налоги на прибыль	89	130	224	148	191	240	258	282	296
Доля миноритариев	6	3	8	7	9	13	15	17	18
Чистая прибыль	184	255	305	283	420	589	720	796	847

Баланс

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	110	181	91	- 63	- 94	62	439	899	1 329
Дебиторская задолженность	575	701	1 054	1 160	1 377	1 576	1 770	1 932	2 059
Запасы	62	79	104	120	140	157	175	192	205
Прочие оборотные активы	35	45	55	61	72	82	92	101	107
Основные средства	794	1 228	1 709	2 002	2 466	3 146	3 672	4 007	4 269
Прочие внеоборотные активы	47	172	386	452	557	711	830	906	965
Итого активы	1 622	2 406	3 398	3 732	4 518	5 733	6 978	8 036	8 934
Кредиторская задолженность	333	476	630	731	868	993	1 115	1 217	1 297
Краткосрочный долг	101	229	131	154	168	179	181	183	190
Обязательства по финансовому лизинг	26	52	67	95	118	153	173	177	176
Прочие краткосрочные обязательства	133	183	252	57	78	205	376	513	585
Долгосрочный долг	76	6	380	444	487	516	523	528	549
Обязательства по финансовому лизинг	281	453	531	770	958	1 236	1 400	1 436	1 427
Прочие долгосрочные обязательства	130	261	290	66	90	236	433	591	674
Капитал и резервы	568	789	1 185	1 414	1 751	2 216	2 777	3 391	4 035
Итого пассивы	1 622	2 406	3 398	3 732	4 518	5 733	6 978	8 036	8 934

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	242	387	578	494	683	922	1 074	1 174	1 234
Налоги на прибыль	89	130	224	148	191	240	258	282	296
Амортизация	80	97	145	149	152	169	178	179	172
Изменение оборотного капитала	- 93	- 1	- 224	- 21	- 101	- 90	- 90	- 77	- 61
Денежные потоки от операций	141	353	276	473	544	761	904	995	1 049
Капиталовложения	- 191	- 312	- 561	- 540	- 415	- 337	- 193	- 184	- 292
Прочие доходы (инвестиции)	-	25	162	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 191	- 287	- 399	- 540	- 415	- 337	- 193	- 184	- 292
Свободные денежные потоки	- 50	66	- 123	- 66	129	425	711	811	757
Изменение долга	82	58	276	86	58	40	9	7	28
Дивиденды	32	34	59	54	84	124	158	183	203
Чистые денежные потоки	- 25	37	27	- 154	- 31	156	378	460	430

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @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.