

Визитная карточка авиакомпании “Аэрофлот”.

Компания “Аэрофлот – Российские авиалинии” была создана в 1992 году и является преемником всех активов и обязательств советского “Аэрофлота”, за исключением аэропорта “Шереметьево” и активов, занятых во внутренних перевозках. Во времена массовой приватизации авиакомпания была признана стратегически важным активом для российской экономики и, вследствие этого, контрольный пакет акций остался у государства.

Крупнейшие акционеры Аэрофлота – это государство (51%) и Национальный резервный банк (около 30%). Последний приобрел весной 2003 года 26% акций авиакомпании у Millhouse Capital, близкой структурам Р. Абрамовича. После этого НРБ довел свою долю до 30% путем скупки на открытом рынке. Миноритарные пакеты акций авиакомпании принадлежат менеджменту и физическим лицам. Free-float Аэрофлота на ММВБ оценивается в 4-6%. В ноябре 2003 года НРБ удалось провести троих кандидатов в совет директоров Аэрофлота. Остальные 8 членов совета представляют государство и менеджмент.

НРБ выступает за рост капитализации Аэрофлота как при помощи повышения эффективности операционной деятельности, так и путем увеличения free-float. Если в первом вопросе государство и НРБ единодушны, то инициатива по выпуску дополнительных акций в свободное обращение и приватизации госпакета встречает неприятие со стороны государства. Но появление активного акционера в государственной компании тем не менее совпало со значительным ростом котировок акций Аэрофлота. За 2003 год цена акции выросла с 11,5 рублей до 20 рублей, обогнав по динамике индекс РТС на 16%.

На сегодняшний день Аэрофлот располагает самолетным парком, состоящим из 94 пассажирских и 10 грузовых самолетов. Аэрофлоту принадлежат также несколько гостиничных комплексов и сопутствующих бизнес-единиц. Основными статьями доходов компании являются пассажирские и грузовые перевозки, а также роялти с иностранных авиакомпаний. В 2003 году Аэрофлот перевез 5,8 млн. пассажиров, в том числе на внутренних маршрутах 1,7 млн. Впервые за период своей деятельности компания уступила лидерство на внутреннем рынке региональной авиакомпании “Сибирь”.

Факторы, оказывающие влияние на фундаментальную стоимость Аэрофлота

Позитивные	Негативные
<ol style="list-style-type: none"> 1. Рост ВВП в ближайшие годы на 6-7%. 2. Рост доходов населения приведет к росту рынка пассажирских перевозок на 8-10% в год. 3. Ценовые коэффициенты компании по сравнению с коэффициентами авиакомпаний из развивающихся стран все ещё низки. 4. Появление нового стратегического акционера НРБ, владеющего примерно 30% акций. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Контрольный пакет Аэрофлота находится в руках государства, которое не является эффективным собственником. 2. Компания проиграла тендер по строительству терминала Шереметьево-3. 3. Высокие цены на нефть увеличивают издержки на покупку топлива, доля которых в общей сумме операционных издержек составляет 23%.

Стратегия компании.

В конце 2003 года компания обнародовала стратегию развития до 2010 года, в которой обозначены перспективные направления развития: рынок внутренних пассажирских перевозок и грузовые перевозки. Компания запланировала увеличение пассажирооборота с текущих 5,84 млн. до 15 млн. к 2010 году, что соответствует ежегодному приросту в 13%. На сегодняшний день доля Аэрофлота на рынке внутренних пассажирских перевозок составляет 12,5%. В соответствии с утвержденными планами, через 7 лет авиакомпания увеличит долю рынка до 30%. При этом рост рынка пассажирских авиаперевозок мы ожидаем на уровне 8-10% в год. По заявлениям руководства, опережающий рост Аэрофлота будет достигнут за счет агрессивной экспансии на рынке региональных перевозок. Глава компании В. Окулов в марте подтвердил интересы компании в приобретении контроля над региональными компаниями, в том числе авиакомпанией “Самара” и Архангельскими авиалиниями. С лета 2004 года Аэрофлот резко увеличивает количество рейсов из Москвы в крупные города страны: Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск и другие. Аэрофлот активно лоббирует

отмену квотирования региональных маршрутов. Квоты были введены для поддержки местных авиакомпаний при помощи ограничения конкуренции на некоторых направлениях.

Вторым перспективным направлением для Аэрофлота являются грузовые перевозки. В этой области руководство компании ожидает ежегодного прироста по 25% три-четыре следующих года. Прежде всего компания рассчитывает на активизацию перевозок между бурно развивающимся Азиатским регионом и Европой.

Роялти с иностранных компаний за пролет над территорией нашей страны Аэрофлот взимает до вступления России в ВТО, поэтому доля этого источника доходов будет постепенно уменьшаться, приближаясь к нулю.

Для реализации заявленной стратегии Аэрофлоту необходимо резко увеличить парк как грузовых, так и пассажирских самолетов. До конца 2004 года авиакомпания обновит 27 иностранных самолетов, которые сейчас находятся в лизинге. Среди новых самолетов будут 18 машин А-320 и 9 Boeing 787. На эти самолеты компания получила от государства квоту на беспошлинный ввоз. Также в феврале 2004 года Аэрофлот приобрел пять подержанных самолетов Ту-154М, которые с апреля будут включены в расписание.

В области грузовых перевозок компания к 2006 году планирует пополнить свой парк шестью американскими дальнемагистральными "грузовиками" MD-11, а также собирается приобрести 6-10 среднемагистральных самолетов. Возможно, это будут Ту-204.

Общая сумма капитальных вложений Аэрофлота, по нашим оценкам, в ближайшие 3 года составит \$1,4 млрд. Однако применение лизинговых схем при покупке самолетов позволит равномерно распределить капитальные вложения на весь срок их эксплуатации.

Анализ финансовых показателей.

Отчетность Аэрофлота по МСБУ за 2003 год будет опубликована ближе к лету. Пока мы располагаем только промежуточными итогами авиакомпании за 9 месяцев прошедшего года. Динамика финансовых показателей вызывает оптимизм. Несмотря на рост выручки в 6,3%, чистая прибыль авиакомпания выросла на 28,8%. Это означает хороший контроль над издержками. Валерий Окулов сообщил, что по итогам 2003 года выручка Аэрофлота вырастет на 11%. Рост доходов российской компании происходит на фоне стагнации мировой отрасли авиаперевозок, которая вызвана политической нестабильностью и опасностью террористических актов.

Финансовые показатели по IAS за 9 мес. 2003

	9 мес. 03	9 мес. 02	Прирост
Выручка	980,8	922,8	6,29%
ЕВИТ	106,7	107,5	-0,74%
Прибыль до налогов	117,6	89,2	31,84%
Чистая прибыль	89,6	69,6	28,74%

2004 год Аэрофлот начал высоким ростом. В. Окулов сообщил в марте, что за два первых месяца авиакомпания увеличила доходы от основной деятельности на 28,6% по сравнению с аналогичным периодом 2003 года.

Модель фундаментальной оценки.

Наша модель основана на агрессивных планах компании по завоеванию российского рынка пассажирских авиаперевозок и грузовых транзитных авиаперевозок. Также мы предполагаем, что Аэрофлот будет получать роялти от иностранных авиакомпаний, по крайней мере, до 2008 года. То есть мы предполагаем, что Россия не вступит в ВТО до указанного срока. Масштабная инвестиционная программа Аэрофлота приведет к росту капитальных вложений до \$140 млн. с текущих \$80 млн. и к соответствующему росту амортизации. Также мы предполагаем относительное сокращение операционных затрат и расходов на оплату труда. Сокращение первой статьи будет вызвано реализации программ по оптимизации расходов, а также некоторым снижением цен на топливо. В 2003 году доля затрат на топливо в операционных издержках достигла 20% из-за очень высоких цен на нефть и нефтепродукты. Относительное снижение расходов на персонал будет достигнуто за счет ожидаемого снижения ставки по ЕСН с 35,6% до 26% от ФОТ.

На наш взгляд, самым важным фактором роста капитализации Аэрофлота будет рост реальных доходов населения, который приведет к росту спроса на авиаперелеты по сравнению с железнодорожным транспортом. Это позволит расти рынку авиаперевозок ежегодно на 8-10% в ближайшие 5 лет.

Таким образом, на сегодняшний день справедливая цена акций Аэрофлота по модели дисконтированных денежных потоков составляет **35,44 рубля (\$1,24)**, что означает потенциал роста в **22,2%**. Наша долгосрочная рекомендация по акциям Аэрофлота **Покупать**. В краткосрочном периоде Аэрофлот будет двигаться **Вместе с рынком** в рамках повышательного тренда на российском рынке.

Прогнозный отчет о прибылях и убытках по МСФО, млн. долл.

	2002	2003о	2004п	2005п	2006п	2007п	2008п
Доходы	1563	1687,0	1919,3	2144,0	2375,5	2631,1	2923,5
Пассажирские перевозки	1120,5	1215,0	1397,3	1606,8	1815,7	2051,8	2318,5
Грузовые перевозки	123,8	132,0	165,0	198,0	237,6	273,2	314,2
Прочие	318,7	340,0	357,0	339,2	322,2	306,1	290,8
Расходы	-1297,2	-1398,0	-1574,7	-1747,3	-1925,8	-2122,2	-2345,4
Операционные расходы	-1081,8	-1164,0	-1324,3	-1479,4	-1639,1	-1815,5	-2017,2
Персонал	-215,4	-234,0	-250,4	-267,9	-286,7	-306,7	-328,2
ЕБИТДА	265,8	289,0	344,6	396,7	449,8	508,9	578,1
Амортизация	-107	-112,4	-123,6	-126,1	-128,6	-131,1	-133,8
ЕБИТ	158,8	176,6	221,0	270,7	321,2	377,8	444,3
Проценты	-29,4	-37,0	-42,6	-46,8	-50,1	-53,6	-57,3
Прочие доходы/расходы	2,5	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прибыль до налогов	131,9	148,6	178,5	223,9	271,1	324,2	387,0
Налог	-41,6	-35,7	-42,8	-53,7	-65,1	-77,8	-92,9
Чистая прибыль	90,3	113,0	135,6	170,1	206,0	246,4	294,1
Кап. Вложения	80	78,6	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Изменения NWC	-0,4	-8,7	-16,3	-15,7	-16,2	-17,9	-20,5
Чистый денежный поток	41,0	64,3	44,2	81,4	120,3	165,0	218,1

Источник: данные компании, оценка и прогноз Уником Партнер

Используя альтернативный метод фундаментального анализа – анализ оценочных коэффициентов – мы видим даже более высокие перспективы роста для акций Аэрофлота. Дисконт российской компании к средним показателям по развивающимся рынкам (emerging markets) составляет от 64 до 75%. Даже при росте капитализации до справедливого уровня Аэрофлот остается недооцененным по различным показателям на 50-60%. Однако до присвоения России инвестиционного рейтинга S&P мы с большой осторожностью относимся к методу сравнительных коэффициентов, так как отношение к Аэрофлоту со стороны иностранных инвесторов пока предполагает значительную поправку на риск. Если рейтинговые агентства в ближайшее время присвоят России инвестиционный рейтинг, то мы будем вынуждены пересмотреть фундаментальную оценку акций Аэрофлота в сторону повышения.

danilov@unicompartner.ru

Компания	Страна	Кап-ция, \$ млн.	P/E	EV/ EBITDA	EV/ Sales
Аэрофлот	Россия	1029	8,5	4,3	0,6
Аэрофлот (при цене 35,44 руб./акц.)	Россия	1381	11,4	5,4	0,92
Thai Airways	Тайланд	2043	6,9	5,74	1,2
Malaysian Airlines	Малайзия	1489	16,8 3	4,54	0,55
Singapore Airlines	Сингапур	8193	19,2	8,75	1,44
Cathay Pacific Airways	Гонконг	6080	10	7,94	2,02
Среднее по развивающимся рынкам			23,6	14,18	2,36
Дисконт к текущей цене			64%	70%	75%
Дисконт к фундаментальной оценке			52%	62%	61%

Источник: Bloomberg, данные компании, оценка Уником Партнер

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг клиентам компании "Уником Партнер" и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения ООО "Уником Партнер" на момент выпуска документа и могут изменяться. "Уником Партнер" не несет ответственности за использование данной информации. Инвестирование в российские ценные бумаги подвержено высокому риску и инвесторы должны принимать собственные решения по вложению средств.

Права распоряжаться данной информацией принадлежат только компании "Уником Партнер" и охраняются законом. Информация, используемая в обзоре, предоставлена информационными агентствами: Reuters, Bloomberg, Финмаркет, Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Прайм-ТАСС и др.

**Управление клиентских операций (Sales Department). Фондовый центр.
Академия профессиональных инвесторов (Academy of professional investors)**

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Алексей Терин, Елена Пономарева, Екатерина Губанова
(343) 262 60 71, (343) 262 54 40

Информационно-консультационный отдел (Financial Advisory Department)

Наталия Тарлинская
(343) 251 62 93

Отдел развития электронной коммерции (E-commerce Department)

Юлия Шершина
(343) 261 79 34

Отдел депозитарного обслуживания (Custody Department)

Эльвира Раянова
(343) 251 62 93

Отдел расчетов (Back Office)

Елена Карицкая, Анна Белогурова
(343) 251 62 93

Отдел торговых операций (Trading Department)

Дмитрий Черных, Павел Василяди, Виктор Неверов
(343) 262 68 08

Отдел доверительного управления (Asset Management Department)

Дмитрий Черных
(343) 262 68 08

Юридический отдел (Law Department)

Александр Колодкин, Игорь Неруш, Елена Корчинская
(343) 261 79 34

Отдел корпоративных финансов (Corporate Finance Department)

Александр Колодкин, Александр Ларионов, Павел Данилов
(343) 261 79 34

Отдел информационных технологий (IT Department)

Владимир Киселев
(343) 261 79 34

Алексей Шельпяков, Александр Досмаев, Ирина Яковлева, Наталья Аверьянова
(343) 261 79 34

Аналитический отдел (Research Department)

Павел Василяди, Павел Данилов
(343) 262 68 08
