

АЭРОФЛОТ

Полет без приключений

ДЕРЖАТЬ

Теоретическая цена \$1,90

Потенциал 4%

Код Bloomberg	AFLT RX
Код Reuters	AFLT.MM
Цена, \$	1,81
Потенциал	4%

Количество акций, млн	1 111
Дневной объем торгов, \$ тыс.	3 426
Акции в свободном обращении, %	35%
Акции в свободном обращении, \$ млн	697
Рыночная капитализация, \$ млн	2 016
EV, \$ млн	3 857

Основные акционеры

Росимущество	51%
--------------	-----

Финансовые показатели, \$ млн

	2012П	2013П	2014П
Выручка	7 874	8 993	9 717
EBITDA	661	865	840
Рент-ность EBITDA	8%	10%	9%
EBIT	395	555	498
Чистая прибыль	186	291	248
EPS, \$	0,17	0,26	0,22
DPS, \$	0,03	0,04	0,03
Див. доходность	1,4%	2,2%	1,8%
Чистый долг	1 916	1 745	1 723
Акционерный капитал	1 612	2 007	2 212

Оценки стоимости	2012П	2013П	2014П
EV/Выручка	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,8	4,5	4,6
P/E	10,8	6,9	8,1
Выручка, г/г	46%	14%	8%

Динамика акций

1М	0%
3М	30%
12М	14%
Максимум за 52 недели, \$	1,99
Минимум за 52 недели, \$	1,21

Источники: Bloomberg, данные компании, оценка Атона

Мы понижаем основанную на модели ДДП теоретическую цену акций Аэрофлота (на 12 месяцев) до \$1,90 с \$1,60. Ранее сделанные нами прогнозы оправдались, рыночные тренды соответствовали нашим ожиданиям. Акции Аэрофлота обгоняли рынок в последние три месяца, подталкиваемые вверх в первую очередь сильной динамикой бумаг компаний сектора, и этот рост нивелировал эффект повышения теоретической цены. Соответственно, мы сохраняем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ**.

На Россию приходится лишь 2,4% мировых пассажирских авиаперевозок, но локальные тенденции полностью соответствуют глобальным. Внутренние цены на топливо изменяются так же, как и фьючерсы на нефть (или даже обгоняют их), а локальные перевозчики не могут повышать тарифы на международных маршрутах ввиду жесткой конкуренции со стороны крупных зарубежных игроков. В нашем прошлом прогнозе это было учтено, и, как мы полагаем, данные условия сохранятся. Прогноз может улучшиться лишь в том случае, если вслед за ускорением мирового экономического роста (который пока слабый) произойдет повышение спроса.

Действия правительства ограничивают потенциал роста. Отмена сервисного контракта между Аэрофлотом и аэропортом Шереметьево уже вынудила компанию задуматься над пересмотром прогнозов роста. Кроме того, предпринятая Министерством транспорта либерализация рынка труда (которая представляется нам полумерой), нацеленная на удовлетворение потребностей в пилотах, на деле вряд ли приведет к сокращению затрат на персонал. Минтранс предлагает также ввести дополнительные пошлины с пассажиров для финансирования модернизации систем летного контроля, что, вероятно, в значительной степени заблокирует потенциал роста тарифов. Благоприятное для компаний сектора предложение Минтранса об отмене НДС на локальных маршрутах было отклонено Министерством финансов и Министерством экономического развития.

Плата за пролет над Сибирью, вероятно, будет отменена, начиная с 2014 г. Правительство не сделало никаких публичных шагов для аннулирования подписанного с ЕС в 2011 г. протокола об отмене платы за пролет, несмотря на последовавшие затем заявления о том, что это соглашение является неблагоприятным для российской стороны. Отмена платы за пролет может сократить EBITDA Аэрофлота более чем на \$100 млн.

“Фактор Лебедева” исчерпан. Александр Лебедев, который не так давно был крупнейшим миноритарием компании, сократил свою долю с 14,6% до 4,6% через прямые продажи на рынке в течение 2012 г., тем самым оказав давление на цену бумаг. В декабре эти действия перестали оказывать существенное влияние на акции, и они подорожали на 30% за последние три месяца. Пока мы не видим других нефундаментальных факторов, которые могли бы значимо подтолкнуть акции вверх. Некоторые инвесторы надеются, что предполагаемое размещение АДР может поддержать интерес к бумагам Аэрофлота, но следует напомнить, что предложены будут лишь АДР первого уровня для внебиржевой торговли.

Наша точка зрения на Аэрофлот не изменилась. Мы не видим значительных рисков для бизнеса компании в будущем, но и оснований для надежд на значительное повышение рентабельности также нет. Аэрофлот располагает профессиональной командой менеджеров с адекватными планами развития компании. Однако негативных общемировых отраслевых трендов (высокие расходы на топливо, слабый потенциал роста тарифов) практически невозможно избежать, особенно такой ориентированной на международные перевозки компании, как Аэрофлот. Действия правительства пока не обеспечили рост стоимости в секторе. Акции Аэрофлота торгуются с дисконтом к аналогам на развивающихся рынках, и наша модель ДДП указывает на определенный потенциал роста. Соответственно, мы сохраняем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ**.

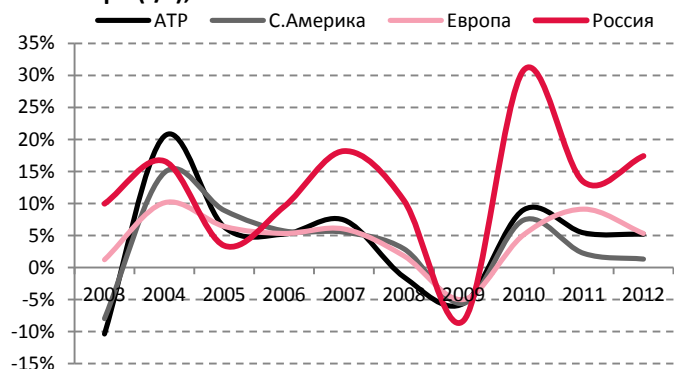
Отраслевые тенденции

Зарубежный рынок

Доля России в мировых пассажирских авиаперевозках невелика, но эта отрасль гомогенна с точки зрения экономических трендов. Поэтому мы отдаем предпочтение подходу “сверху вниз” для оценки сектора.

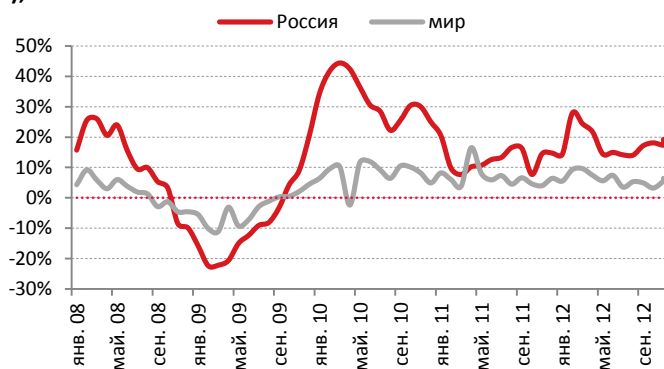
Темпы роста пассажирооборота в России оказались выше, чем в целом в мире в 2012 г. – 17,4% против 6,0%. Россия неуклонно опережает мировые рынки по темпам этого роста с 2009 г. Однако основной проблемой для отрасли (как в России, так и в мире) является ее очень низкая рентабельность, что обусловлено высокими ценами на топливо и ограниченным потенциалом повышения тарифов.

График 1. Пассажирские перевозки в России и других частях мира (г/г), %



Источники: Росавиация, IATA, оценка Атона

График 2. Рост пассажирооборота на международных линиях (г/г), %



Источники: Росавиация, IATA

Средние цены на топливо в 2012 г. остались на том же уровне, что и годом ранее, однако такой уровень представляет собой исторический максимум, превышающий даже отметки 2008 г. В результате, доля затрат на топливо в структуре расходов мировых компаний сектора достигла рекордных 34% (график 3, данная динамика соответствует и результатам Аэрофлота). IATA ожидает лишь умеренного понижения цен на топливо в 2013 г., так что его влияние на финансовые показатели авиакомпаний будет небольшим.

График 3. Расходы на топливо



Источник: IATA

График 4. Подорожание топлива и билетов в мире



Источники: IATA, оценка Атона

Цены на билеты серьезно не повышаются более десятилетия. Перед кризисом 2008 г. авиакомпании компенсировали слабый или почти отсутствующий рост цен на билеты повышением уровня загрузки мощностей (самолетного парка) и реализацией эффекта масштаба через слияния и поглощения. Сейчас подобные возможности практически полностью истощены, и рентабельность EBIT отрасли остается лишь немного выше нуля (график 5).

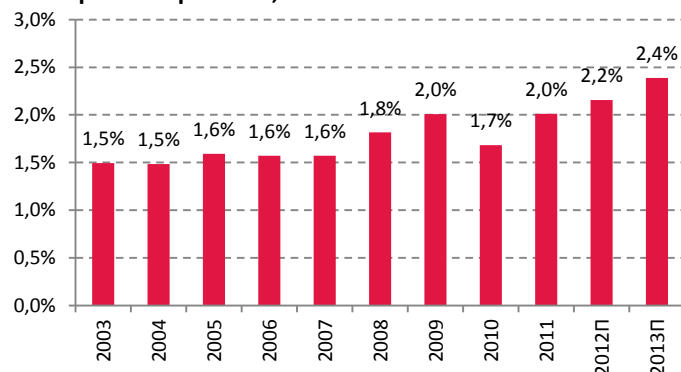
Мировые показатели рентабельности крайне низкие, условия в России не дают повода для оптимизма. По оценке IATA, чистая рентабельность отрасли по итогам 2012 г. составила 1,1%. По нашим же расчетам, совокупная чистая рентабельность четырех крупнейших российских авиакомпаний в минувшем году достигла лишь 1,5%.

График 5. Подорожание топлива снижает рентабельность авиаперевозчиков



Источник: IATA

График 6. Доля России в глобальном показателе пассажирских перевозок, %



Источники: IATA, оценка Атона

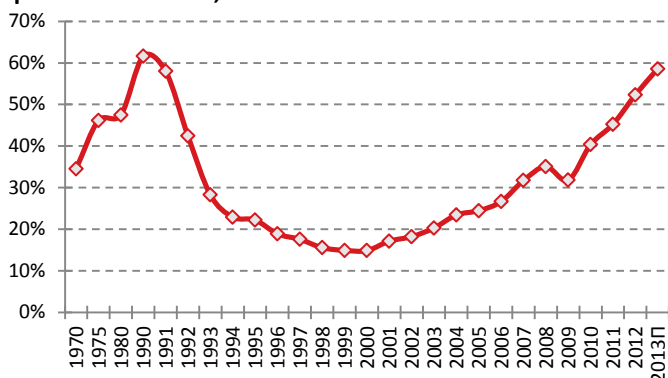
На Россию приходится лишь 2,4% мировых пассажирских авиаперевозок, но локальные тенденции полностью соответствуют глобальным. Внутренние цены на топливо изменяются так же, как и фьючерсы на нефть (или даже обгоняют их), а локальные перевозчики не могут повысить тарифы на международных маршрутах ввиду жесткой конкуренции со стороны крупных зарубежных игроков. Как мы полагаем, данные условия сохранятся. Перспективы могут улучшиться лишь в случае, если вслед за ускорением мирового экономического роста (который пока слабый) произойдет повышение спроса. Соответственно, мы сохраняем пессимистичную оценку сектора и не ожидаем никаких значительных изменений размера рынка или рентабельности как для зарубежных, так и для отечественных авиакомпаний.

Российский рынок

Российские авиакомпании продолжают добиваться рекордно высоких темпов роста пассажироперевозок и оборота. К сожалению, это не приводит к росту прибылей.

Мы ожидаем, что в 2013 г. мобильность населения достигнет уровней, наблюдавшихся в конце существования СССР. Однако в советские времена львиную долю перевозок обеспечивали внутренние рейсы, в то время как сейчас доминирует международный пассажирооборот. Именно он был главным фактором роста в период с 2004 г. (график 8).

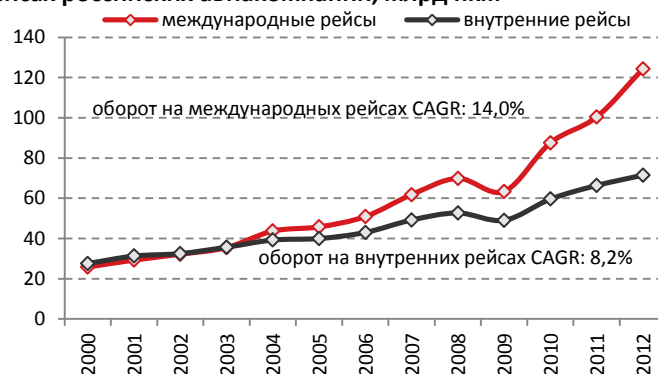
График 7. Мобильность населения в сегменте воздушных перевозок в России, %



*рассчитывается как количество пассажиров в каждом году, деленное на количество граждан ежегодно

Источники: Росавиация, Росстат, оценка Атона

График 8. Пассажирооборот на внутренних и международных рейсах российских авиакомпаний, млрд пкм

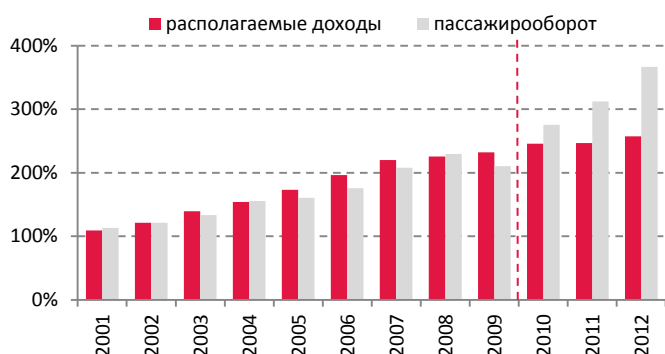


Источники: Росавиация, оценка Атона

В 2012 г. темпы роста международных пассажироперевозок были высокими в течение года, а в четвертом квартале рост еще ускорился. Однако такие темпы роста, возможно, не удастся сохранить в долгосрочной перспективе, так как локомотивом международных пассажироперевозок выступает туристический поток, развитие которого в текущем году может затормозиться из-за ожидаемого незначительного увеличения располагаемых доходов российского населения.

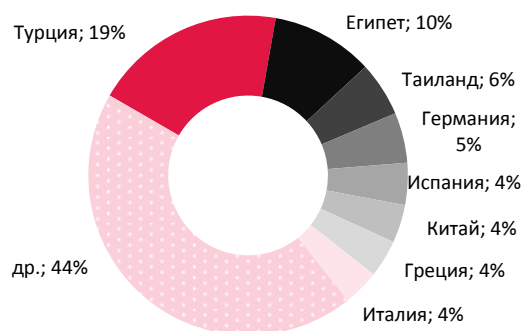
Около 50% международных пассажироперевозок в 2011 г. пришлось на шесть туристических направлений – Турцию, Египет, Таиланд, Испанию, Грецию и Италию (график 10). Еще в 2010 г. возникло отставание темпов роста располагаемых доходов от пассажирооборота (график 9), то есть люди начали тратить все большую долю своих доходов на туризм. В долгосрочной перспективе данный тренд является неустойчивым, и ситуация может быстро ухудшиться, если и так скромные темпы экономического роста понизятся еще сильнее или, тем более, если начнется спад. В этом случае стоит ожидать резкого сокращения населением дискреционных расходов, так что авиакомпании могут оказаться в числе проигравших.

График 9. Рост пассажирооборота и располагаемых доходов, %



Источники: Росавиация, Росстат, оценка Атона

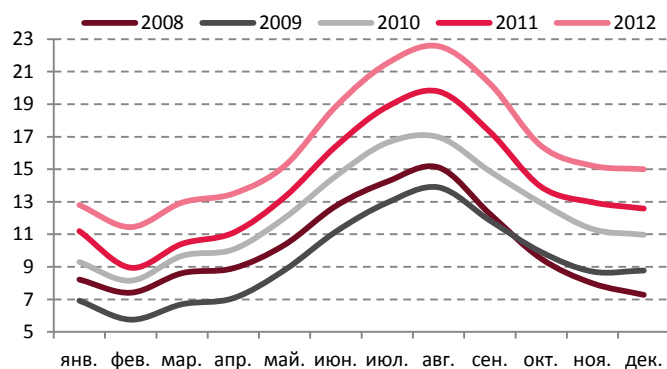
График 10. Зарубежные перевозки по месту назначения (2011), %



Источник: Транспортная клиринговая палата

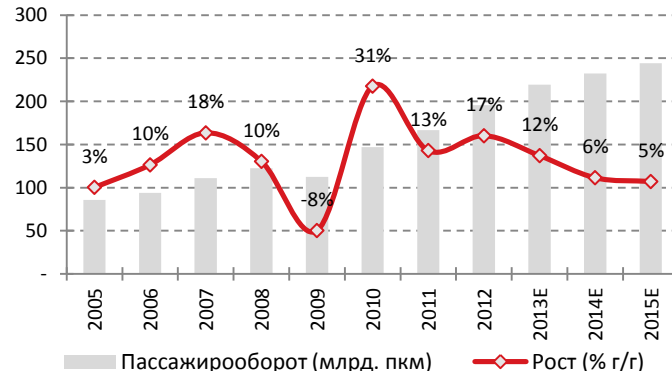
Основываясь на последних данных по отрасли и прогнозах аналитиков Атона, мы ожидаем, что темпы роста пассажирооборота в 2013 г. будут ниже, чем в 2012 г. По нашим оценкам, они понизятся до 12% в 2013 г., а в последующие годы – до 5-6%. Такой сценарий основан на прогнозах Атона, предполагающих плоскую кривую цен на нефть и небольшой рост ВВП, что ограничит потенциал увеличения располагаемых доходов. Люди не смогут бесконечно наращивать долю трат на туризм в своих бюджетах, так что, как мы полагаем, темпы роста отрасли, вероятно, снизятся после 2013 г.

График 11. Ежемесячный пассажирооборот, млрд пкм



Источники: Росавиация, оценка Атона

График 12. Прогноз пассажирооборота в отрасли



Источники: Росавиация, Росстат, оценка Атона

К сожалению, хороший рост пассажирооборота не ведет к улучшению динамики тарифов. По нашим расчетам (график 14), из четырех крупнейших авиаперевозчиков России (Аэрофлот, Трансаэро, S7 и ЮТэйр) лишь у S7 рост средней доходности RPK за 9M09-9M12 близок к суммарной инфляции за этот период, в то время как другие компании сильно отстают по данному показателю. И, впрочем, даже у S7 хорошие результаты были обусловлены в основном низкой базой 2009 г., когда тарифы перевозчика упали сильнее, чем у конкурентов.

График 13. Доходность RPK и ASK на внутренних рейсах vs ИПЦ, %

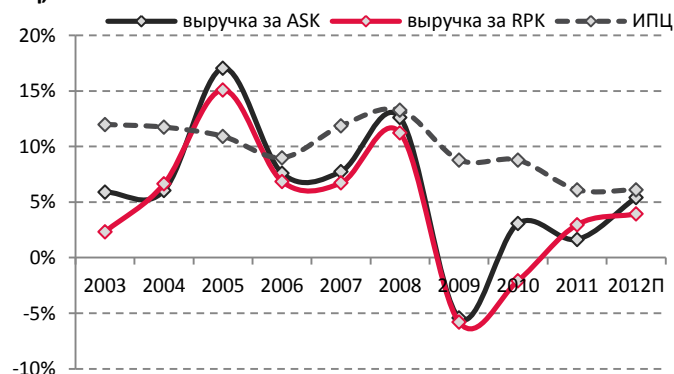
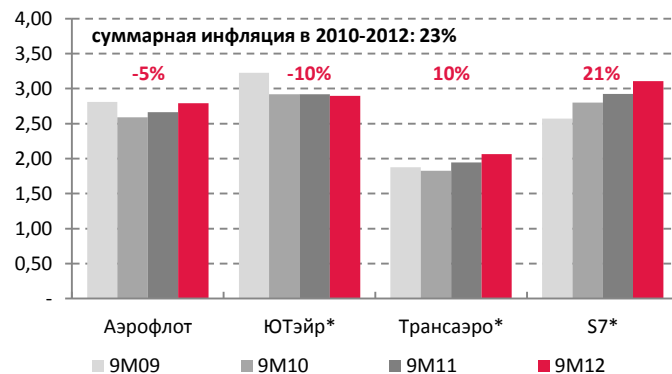


График 14. Средняя выручка, руб./пкм



*использована отчетность по РСБУ

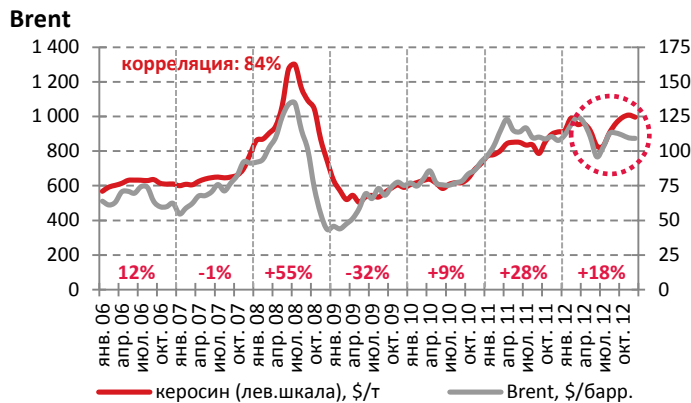
Источники: Аэрофлот, ЮТэйр, Трансаэро, S7 Airlines, Банк России, оценка Атона

Мы также рассчитали средневзвешенный отраслевой тариф на RPK и ASK (фактический и предельный пассажирооборот соответственно). Вышеназванные четыре компании контролируют около 75% пассажирооборота в России, так что, как мы полагаем, наша оценка близка к среднеотраслевому значению. В последнее десятилетие рост доходности отставал от роста ИПЦ (график 13). На наш взгляд, эта ситуация отражает крайне жесткую конкуренцию в отрасли и патовое положение для авиакомпаний: первый перевозчик, который повысит тарифы выше среднего уровня, быстро потеряет долю рынка.

Инфляция расходов обгоняет рост тарифов и существенно превосходит рост официального ИПЦ. Крупнейшая статья расходов авиакомпаний - это топливо, и картина здесь остается мрачной. Сезонно-взвешенная долларовая цена на керосин повысилась на 18% в годовом сопоставлении в 2012 г., причем в четвертом квартале произошло значительное ускорение роста. Важнее то, что произошел разрыв динамики цен на топливо и цен на нефть во втором полугодии, хотя исторически их корреляция была сильной (84% в 2006 - первом полугодии 2012 гг. в месячном выражении). Мы писали о данном потенциальном сдвиге в предыдущих отчетах и **продолжаем объяснять это недостаточным производством керосина**.

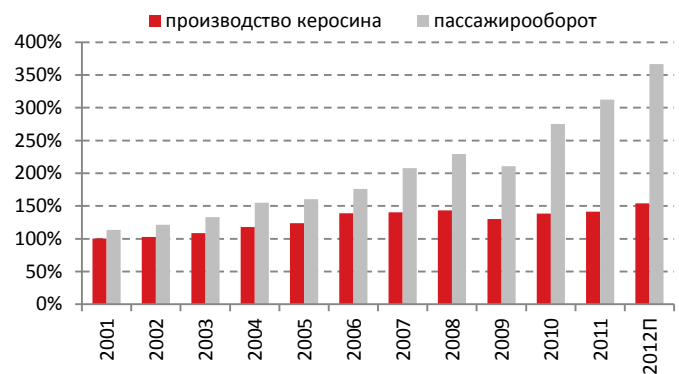
Россия не может производить достаточно керосина, так как ей **недостает мощностей для нефтепереработки такой глубины**. В последние десять лет инвестиции в нефтепереработку были низкими, и темпы роста производства керосина существенно отставали от роста пассажирооборота в 2000-2012 гг. (график 16). К сожалению, данная ситуация вряд ли изменится в ближайшем будущем (по крайней мере, в 2013-2015 гг.), и цены на керосин, вероятно, останутся высокими.

График 15. Средние цены на керосин в России и фьючерсы Brent



Источники: ИнфоТЭК, Bloomberg, оценка Атона

График 16. Рост производства керосина vs пассажирооборот, %



Источники: ИнфоТЭК, Bloomberg, оценка Атона

Единственный способ повысить финансовую эффективность авиакомпаний (не считая повышения цен на билеты) – **увеличить коэффициент загрузки пассажирских кресел**, так как расходы на один полет практически не зависят от числа перевозимых пассажиров. К сожалению, судя по данным за 2010-2012 гг., здесь потенциал также исчерпан (график 17). На наш взгляд, это может предвещать понижение рентабельности в секторе в 2013 г. и, возможно, в долгосрочной перспективе.

Авиаперевозчики ответили на повышение цен на топливо и вялый рост тарифов **усилением рыночной концентрации** (небольшие компании уходят с рынка ввиду трудностей с рефинансированием долга и неспособности выполнить ужесточившиеся требования регуляторов). Мы полагаем, что в 2013 г. данная тенденция сохранится, так как расходы на топливо остаются высокими, а темп роста тарифов - низким. Пять крупнейших авиакомпаний сосредоточили в своих руках в 2012 г. рекордные 80% рынка (график 18). Правда, уровень концентрации на развитых рынках еще выше, и, учитывая крайне большое долговое бремя некоторых крупных отечественных перевозчиков, мы можем ожидать дальнейшего увеличения концентрации рынка в России.

График 17. Ежемесячная загрузка пассажирских кресел, %

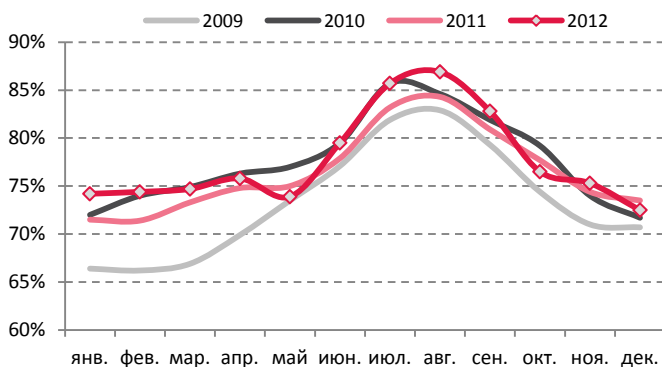
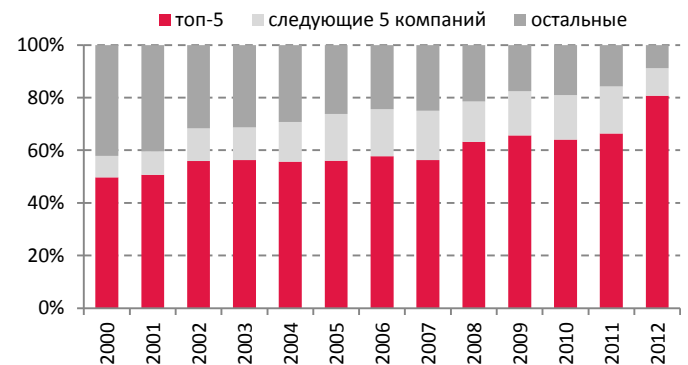


График 18. Концентрация рынка, % от пкм



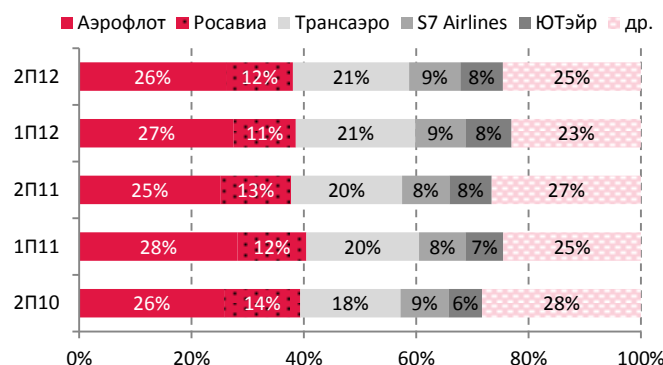
Источники: Росавиация, оценка Атона

Российские авиакомпании эффективно конкурируют с зарубежными лидерами. По итогам девяти месяцев 2012 г., по нашей оценке, доля зарубежных компаний на российских международных маршрутах опустилась до рекордного минимума 31%. Поскольку конкуренция снижает не только тарифы, но и коэффициент загрузки, мы впечатлены тем, как сравнительно небольшие российские компании выигрывают в конкурентной борьбе у крупных зарубежных перевозчиков.

График 19. Международные пассажироперевозки по авиакомпаниям, %



График 20. Структура рынка по авиаперевозчикам, % RPK



Примечание: все данные отражены на консолидированной основе с учетом показателей дочерних авиакомпаний

*Росавиа контролируется Аэрофлотом с ноября 2011 г.

Источники: Росавиация, Транспортная клиринговая палата, оценка Атона

Источники: Росавиация, оценка Атона

Вывод

Для пассажирских авиаперевозок 2012 г. завершился на позитивной ноте: оборот вырос на 17,4%, в то время как мы прогнозировали по ходу года рост на 16,2%. Международные перевозки остаются основным локомотивом развития отрасли (+24% в 2012 г.), а внутренние рейсы (+7%) поддерживают внешний трафик за счет подвоза пассажиров из регионов в московский транспортный узел. Темпы роста тарифов, впрочем, остаются низкими из-за напряженной конкуренции между локальными компаниями на внутреннем рынке и российских предприятий с зарубежными перевозчиками на международных маршрутах.

Единственный способ повысить финансовую эффективность авиакомпаний (не считая повышения цен на билеты) – увеличить коэффициент загрузки пассажирских кресел, так как расходы на один полет практически не зависят от числа перевозимых пассажиров. К сожалению, судя по данным за 2010-2012 гг., здесь потенциал также исчерпан. Авиаперевозчики ответили на повышение цен на топливо и вялый рост тарифов усилением рыночной концентрации (небольшие компании уходят с рынка ввиду трудностей с рефинансированием долга и неспособности выполнить ужесточившиеся требования регуляторов). Мы полагаем, что в 2013 г. данные тенденции сохранятся, так как расходы на топливо остаются высокими, а темп роста тарифов – низким. Судя по плоской кривой коэффициента загрузки пассажирских кресел, мы считаем, что рост пассажирооборота не приведет к повышению прибылей в 2013 г.

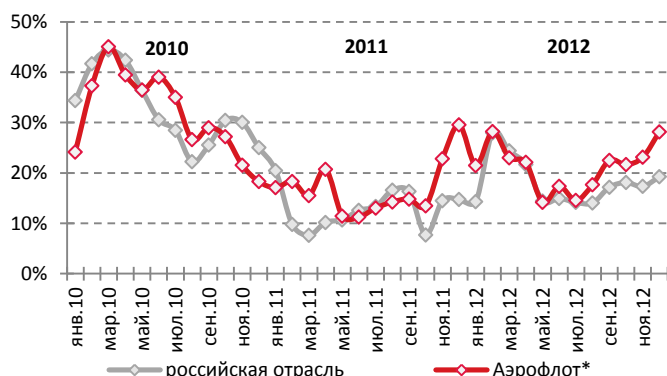
Еще один важный момент – нестабильность роста пассажирооборота. Мы считаем его неустойчивым, так как рост пассажирооборота сильно обогнал увеличение располагаемых доходов в последние годы, и мы сомневаемся в том, что данная тенденция сохранится в течение длительного времени.

Аэрофлот: обзор финансовых и операционных показателей

Темпы роста пассажирооборота компании превышают среднее значение для отрасли (без самого Аэрофлота): 18,3% против 17,1% в 2012 г.

Аэрофлоту удалось значительно обойти конкурентов по росту RPK во втором полугодии 2012 г.; ранее этого удалось добиться и во втором полугодии 2011 г., но тогда данное опережение было по преимуществу чисто техническим – к компании перешла львиная доля пассажироперевозок Кавминводьявиа (часть группы Росавиа), которая в октябре того года стала банкротом. В 2012 г. такие факторы отсутствовали: по-видимому, менеджмент Аэрофлота эффективно использовал поставленные в течение года самолеты.

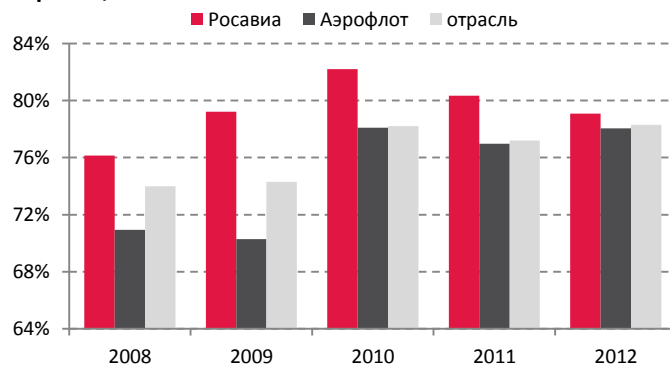
График 21. Рост RPK у Аэрофлота и в отрасли (г/г), %



*исключая результаты Нордавиа

Источники: Росавиация, Аэрофлот, оценка Атона

График 22. Загрузка кресел у Аэрофлота, Росавиа и в среднем по отрасли, %



Источники: Росавиация, оценка Атона

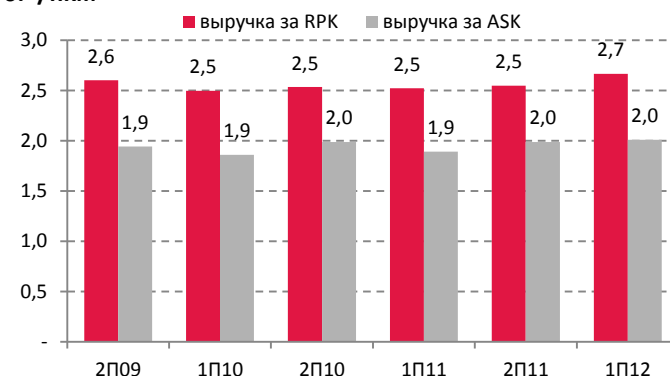
Темпы роста доходности остаются низкими. Следуя общеотраслевым трендам, Аэрофлот смог добиться лишь небольшого ускорения роста доходности в минувшем году. На первый взгляд это не так заметно, так как компания представляет свои финансовые результаты в долларах, но ее клиенты преимущественно используют рубли для покупки билетов, и именно рубль является рабочей валютой перевозчика. Отдельно отметим значимость коэффициента загрузки пассажирских кресел как с точки зрения эффективного использования активов, так и с точки зрения финансовых показателей, поэтому важнее максимизировать выручку на ASK, чем на RPK.

Мы представили динамику выручки на RPK и ASK в рублевом выражении на *графиках 23 и 24*. Рублевая доходность внутренних рейсов повысилась в годовом сопоставлении и на ASK, и на RPK, в то время как доходность международных перевозок практически стабильна. На наш взгляд, более жесткая конкуренция на международных маршрутах – основная причина стагнации. Этот слабый рост не может компенсировать значительную инфляцию расходов, и мы сейчас видим у Аэрофлота немного возможностей для противодействия данному тренду.

График 23. Доходность RPK и ASK на внутренних рейсах, руб.*/пкм



График 24. Доходность RPK и ASK на международных рейсах, руб.*/пкм

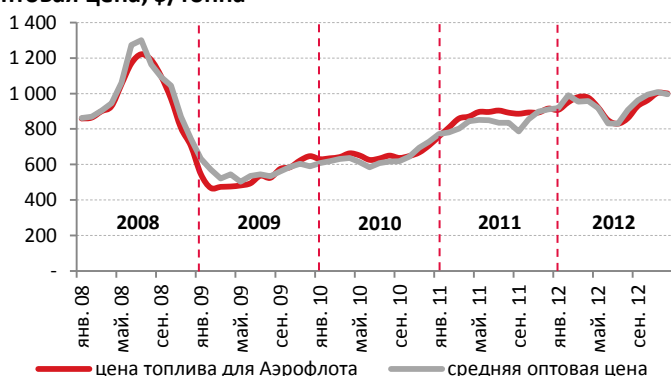


*средняя ставка конвертации долларов в рубли за период

Источники: Аэрофлот, Банк России, оценка Атона

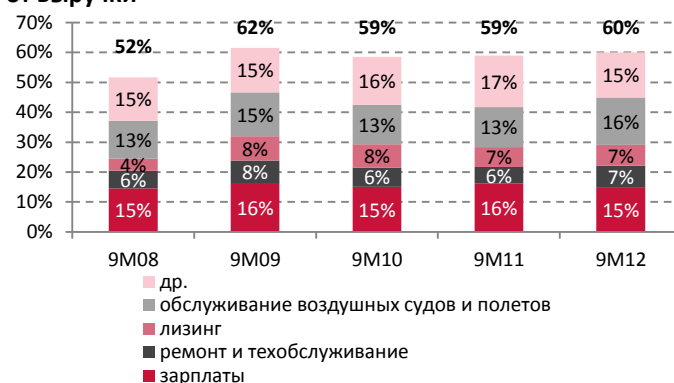
Рост расходов опережает рост доходности. Расходы продолжают безостановочно повышаться: сезонно-взвешенная рублевая цена приобретения топлива увеличилась, по нашим оценкам, на 13% в 2012 г. Расходы на оплату персонала повысились за девять месяцев 2012 г. на 7% (в рублях, на человека), на обслуживание воздушных судов и полетов – на 17% (в рублях, на выполненный тоннокилометр). За тот же период средние рублевые тарифы повысились лишь на 5% в годовом сопоставлении, что недостаточно для покрытия инфляции расходов – соответственно, страдает рентабельность.

График 25. Цена на топливо для Аэрофлота и средняя оптовая цена, \$/тонна



Источники: Росавиация, ИнфотЭК, Аэрофлот, оценка Атона

График 26. Производственные расходы, исключая топливо, % от выручки



Источники: данные компании, оценка Атона

Без надежды на более дешевое топливо. Мы ожидали, что цены на топливо останутся высокими в течение 2012 г. и, как оказалось, были правы. Годом ранее рост цен на топливо был исключительно быстрым (+28% в рублях, +33% в долларах), но и в 2012 г. его нельзя назвать незначительным (+18% и +11%).

Первая причина роста цен на авиационное топливо – разрыв между динамикой его цены и цен на нефть (график 16) ввиду сохраняющегося дефицита керосина в России. По-прежнему высокие цены на нефть на международных рынках также поддерживают цены на керосин. Для нашего прогноза на 2013-2016 гг. мы приняли 3%-ый рост цен на топливо в рублевом выражении в годовом сопоставлении, основываясь на цене Urals \$90-100/баррель (ожидания отраслевых аналитиков Атона) и ожидаемой в этом периоде инфляции 5,0-5,7% в год.

Аэрофлот чувствителен к изменениям цен на топливо: они составили 32% его денежных расходов в 2011 г. Мы ожидали, что компании Росавиа (вошедшие в состав Аэрофлота в ноябре 2011 г.) снизят топливную эффективность группы как ввиду состава их парков, так и ввиду далеко не идеальной сети маршрутов, поэтому мы прогнозировали некоторое понижение топливной эффективности Аэрофлота в 2012 г., однако этого не произошло.

Мы подготовили анализ чувствительности нашей теоретической цены к изменениям цен на топливо и уровню потребления. Мы предположили, что каждый год с 2013 г. уровень потребления и цены на топливо будут меняться на один и тот же процент. Также мы допустили, что Аэрофлот сможет переложить только 30% повышения цен на топливо на клиентов.

Таблица 1. Зависимость теоретической цены от цен на топливо и его потребления, %

		Изменение цен на топливо				
		-4%	-2%	Base	+2%	+4%
Потребление топлива	-4%	87%	66%	45%	23%	2%
	-2%	66%	44%	22%	0%	-21%
	База	45%	22%	0%	-22%	-45%
	+2%	23%	0%	-22%	-45%	-68%
	+4%	1%	-21%	-45%	-68%	-91%

Источник: оценка Атона

Расчеты показывают, что Аэрофлот весьма чувствителен к изменениям этих переменных, и даже небольшое увеличение потребления топлива или цен существенно повлияет на оценки стоимости компании.

Рентабельность остается под давлением и возможности для ее восстановления в ближайшие годы невелики. Аэрофлот завершил первое полугодие 2012 г. с низкой рентабельностью EBITDA (график 27), а в третьем квартале ему удалось несколько выправить положение (17,0% против 19,7% в третьем квартале 2011 г.); мы полагаем, что результаты второго полугодия продемонстрируют лишь небольшое ухудшение в годовом сопоставлении. С другой стороны, по нашей оценке, чистая прибыль должна была вырасти во втором полугодии как в полугодовом, так и в годовом сопоставлении: компания сократила свои процентные расходы благодаря выделению терминала D (и избавлению от его долгового бремени) и избежала убытков по курсовым разницам, зафиксированным в 2011 г.

График 27. EBITDA и EBITDAR Аэрофлота, \$ млн

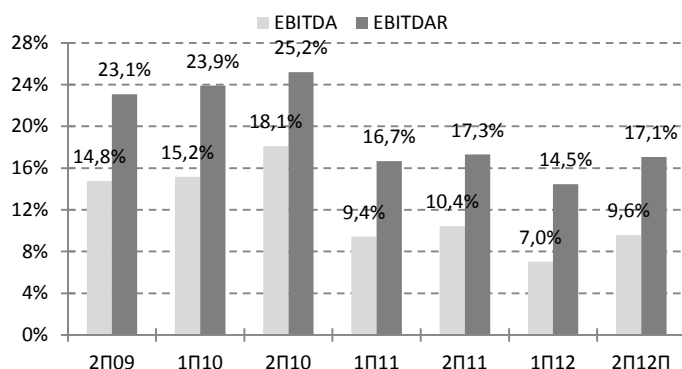
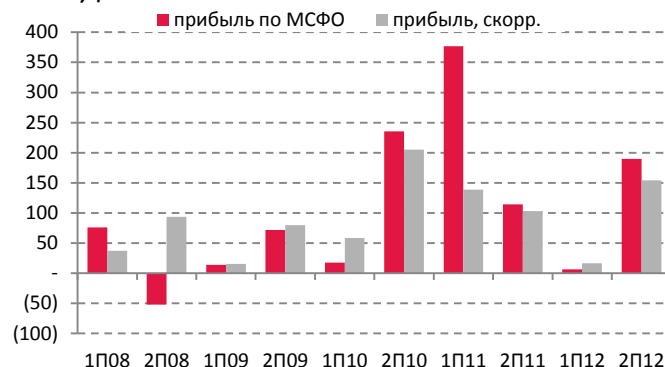


График 28. Чистая прибыль и скорректированная чистая прибыль, \$ млн



Примечание: чистая прибыль скорректирована с учетом продажи дочерних предприятий и валютного курса

Источники: данные компании, оценка Атона

Мы несколько обеспокоены графиком погашения кредитов Аэрофлота и тем, что его долговые обязательства являются по преимуществу долларовыми. По состоянию на 30 сентября 2012 г. около 30% долга компании подлежали выплате в течение 12 месяцев (включая два выпуска облигаций). Мы не сомневаемся в способности Аэрофлота рефинансировать свой долг, но в данный момент график выплат немного настораживает, особенно учитывая высокие потребности в капиталовложениях. Отдельно отметим чувствительность Аэрофлота к колебаниям курсов валют из-за значительного объема долларовых лизинговых обязательств, чего нельзя избежать, но что может привести к некоторой волатильности чистой прибыли.

График 29. Валютная структура долга Аэрофлота, %

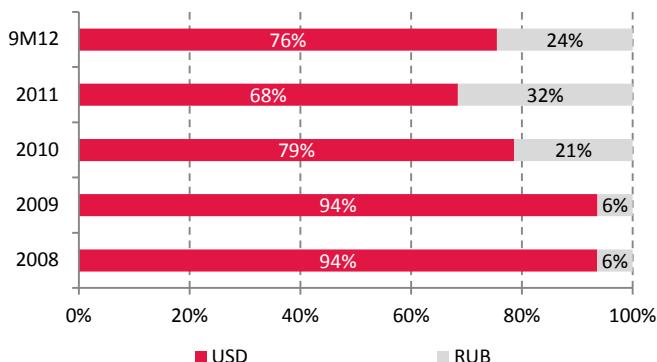
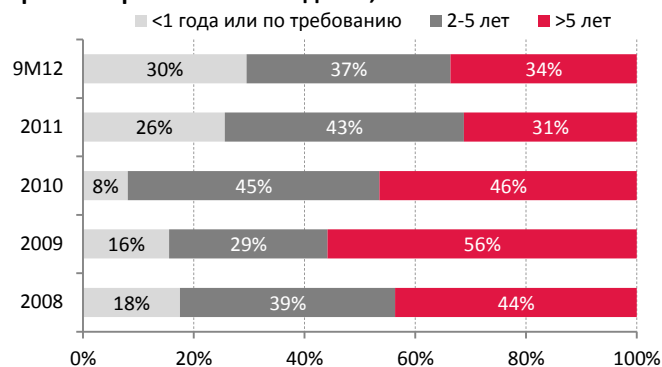


График 30. Срок погашения долга, %



Источники: данные компании, оценка Атона

Вывод

Мировая индустрия авиаперевозок гомогенна, так что глобальные и локальные тенденции существенно влияют на все компании. Как и у других авиаперевозчиков, у Аэрофлота тарифы растут медленно, и он страдает от высоких расходов на топливо и других форм инфляции расходов. С другой стороны, роялти от зарубежных перевозчиков позволили Аэрофлоту получать достаточно высокую рентабельность, так что по этому критерию и по величине долгового бремени он выигрывает у сопоставимых компаний. Тем не менее, мы не ожидаем значительных изменений рентабельности Аэрофлота и полагаем, что ее улучшение может произойти лишь вследствие скрупулезной работы менеджмента по повышению эффективности бизнеса.

Другие факторы

Финансовая отчетность по МСФО за 2012 г. будет опубликована не раньше конца весны, поэтому до тех пор рынок, вероятно, сосредоточится на новостях. Мы видим два возможных варианта развития событий, которые могут повлиять на динамику котировок Аэрофлота: роялти и полная либерализация рынка пилотов.

Решение о выплате квот на выбросы углекислого газа в ЕС отложено еще на один год. Комитет ЕС по защите окружающей среды одобрил приостановку на один год действия закона об обязательном участии авиакомпаний, совершающих полеты в Европу, в Европейской системе торговли квотами на эмиссию парниковых газов (EU ETS), сообщил Aviaport 27 февраля. На первый взгляд, это благоприятно для авиакомпаний, которые смогут избежать выплат, по крайней мере, в течение одного года. В 2011 г. генеральный директор Аэрофлота Виталий Савельев предупреждал, что данные выплаты в 2012 г. могут составить около 40 млн евро (\$50 млн). Комитет ЕС предлагает ввести глобальную систему контроля за выбросами, против чего категорически возражают США, Индия и Китай. Введение глобальной системы контроля за выбросами углекислого газа может стать крайне неблагоприятным фактором для авиаперевозчиков.

Роялти, судя по всему, будут отменены. По нашим оценкам, в 2012 г. Аэрофлот получил около \$120 млн роялти от авиакомпаний ЕС. Согласно протоколу, заключенному между Россией и ЕС, роялти должны быть отменены в 2014 г. Несмотря на соглашение, правительство России не спешит отменять роялти, но пока еще не предпринимало шагов, нарушающих протокол. Если же роялти сохранятся, мы повысим теоретическую цену до \$2,15, за акцию (вместо текущих \$1,90), и тогда потенциал роста составит +19% (по сравнению с текущими 4%).

«Эффект Лебедева» отыгран. Александр Лебедев, ранее крупнейший миноритарный акционер Аэрофлота, сократил свою долю в компании с 14,6% до 4,6%. Г-н Лебедев продавал свои акции напрямую на рынке в течение 2012 г., способствуя снижению их котировок. Этот фактор исчез в декабре, и за последние три месяца котировки компании выросли на 30%. Мы считаем, что данная история исчерпала себя (на самом деле, вероятно, рынок отреагировал чересчур активно), и не ожидаем дальнейшего роста цены, обусловленного исчезновения «эффекта Лебедева».

Иностранным пилотам разрешили работать в России: шаг вперед и два назад. В конце 2012 г. Министерство транспорта приняло решение разрешить иностранным пилотам работать на внутреннем рынке. Такой шаг обусловлен нехваткой российских пилотов, способствующей росту зарплат (средняя ежемесячная зарплата пилота Боинга 737NG в Европе составляет \$7 000-8 000, а в России \$10 000-12 000; источник: Aviaport, 18 февраля). Однако оговорки размыли эффективность данного решения: всего 200 иностранных пилотов допущены до полетов (по нашей оценке, в 2012 г. дефицит составил 500 пилотов, и мы считаем, что он только увеличится). Иностранные пилоты будут вынуждены уплачивать более высокий налог на доходы (30% vs 13% для российских пилотов), вынуждая авиакомпании платить им более высокую валовую зарплату, тем самым уничтожая все шансы на сокращение расходов на персонал.

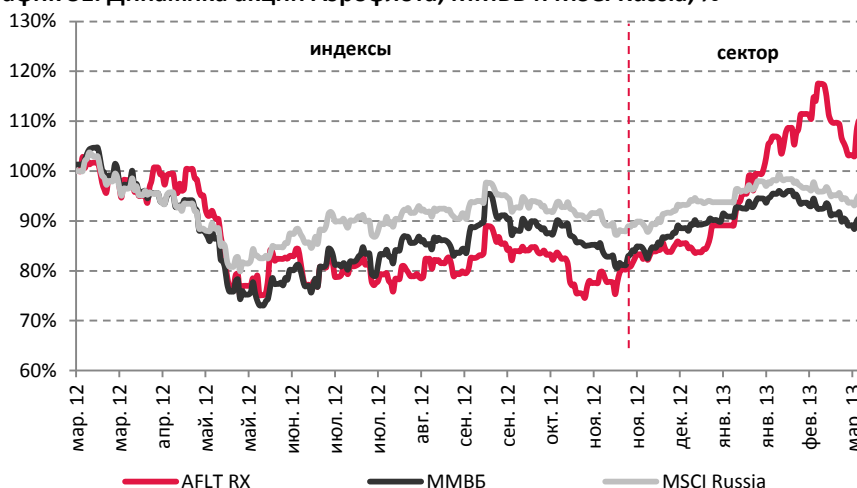
Шереметьево ограничивает потенциал роста; возможное решение – перемещение в другой аэропорт. Совет директоров Аэрофлота рассматривает поправки в рамках стратегии развития компании (изначально одобренные в 2011 г.). Предполагается, что Аэрофлот увеличит пассажирооборот к 2025 г. в пять раз. Поскольку ФАС удалось расторгнуть сервисный контракт между Аэрофлотом и аэропортом Шереметьево (который давал Аэрофлоту преимущество при обслуживании своих рейсов), мы считаем такой агрессивный сценарий роста нереалистичным ввиду мощностных ограничений аэропорта. Шереметьево работает уже близко к максимальной нагрузке, и, как мы полагаем, Аэрофлот сможет реализовать свои планы развития только в случае перемещения в другой аэропорт (например, в Домодедово), что потребует значительного времени и инвестиций. Мы учли данное ограничение в нашей модели, и любые подвижки на этом направлении могут улучшить прогноз результатов компании.

Динамика котировок очень хорошая: почему?

Бумаги Аэрофлота за последние три месяца обогнали российский рынок. Мы не склонны строить сложные теории о причинах роста и объясняем подобную динамику тем, что Аэрофлот повторяет в целом хорошую общемировую динамику сектора.

На *графике 31* представлена годовая динамика бумаги Аэрофлота по сравнению с индексами ММВБ и MSCI Россия. Мы видим, что до ноября 2012 г. котировки соответствовали динамике индекса ММВБ (а также MSCI Россия), но с ноября 2012 г. они начали обгонять рынок, достигнув максимального значения в феврале 2013 г.

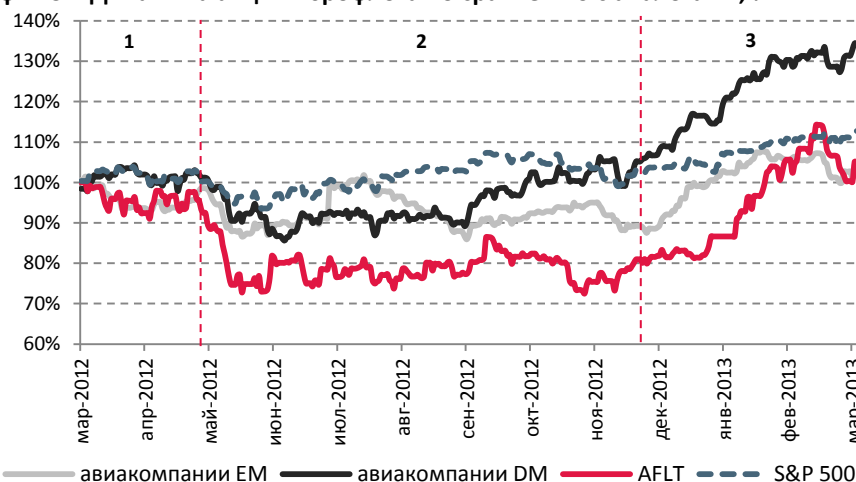
График 31. Динамика акций Аэрофлота, ММВБ и MSCI Russia, %



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Мы наблюдаем аналогичную ситуацию на мировых рынках, где авиакомпании развитых и развивающихся рынков обогнали S&P 500 в третьем периоде за счет повышения прогноза прибыли (*график 32*), в то время как во втором периоде они отставали от индекса.

График 32. Динамика акций Аэрофлота по сравнению с аналогами, %



Примечание: подробный список авиаперевозчиков развитых и развивающихся рынков дан в *таблице 2*

Источники: Bloomberg, оценка Атона

На наш взгляд, Аэрофлот поднялся вместе с сектором в том числе и благодаря тому, что Александр Лебедев существенно сократил свою долю в компании, тем самым устранив избыток бумаг на рынке.

Сравнение с зарубежными аналогами

При сравнении оценок стоимости зарубежных авиакомпаний мы использовали наши собственные оценки Аэрофлота и ЮТэйра и консенсус-прогнозы *Bloomberg* для их конкурентов.

Сопоставление ключевых коэффициентов Аэрофлота с иностранными аналогами указывает на дисконт, с которым торгуются бумаги российского эмитента по 2012-2013П Р/Е, но как мы ожидаем, когда роялти будут отменены в 2014 г., дисконт по Р/Е к аналогам на развивающихся и развитых рынках исчезнет.

По EV/EBITDA акции Аэрофлота торгуются с дисконтом к аналогам на развивающихся рынках, хотя и характеризуются таким же прогнозом среднегодового роста выручки. Мы объясняем это премией за риск, которую инвесторы требуют от российских госкомпаний. В то же время бумаги Аэрофлота торгуются с премией к аналогам на развитых рынках, которые характеризуются прогнозом очень ограниченного роста выручки в 2012-2014 гг.

Таблица 2. Сравнение Аэрофлота с аналогами, %

Компания	Страна	Рын.кап.	P/E			EV/EBITDA			Рентабельность EBITDA			Выручка CAGR
		\$ млн	2012П	2013П	2014П	2012П	2013П	2014П	2012П	2013П	2014П	2012-14П
Аэрофлот	Россия	2 016	10,8	6,9	8,1	5,8	4,5	4,6	8%	10%	9%	11%
ЮТэйр	Россия	342	Отр.	Отр.	Отр.	11,6	10,4	8,8	6%	6%	6%	17%
Korean Air Lines	Ю. Корея	2 920	11,7	11,5	7,8	10,0	7,3	6,7	13%	17%	17%	4%
Air China	Китай	11 555	18,1	12,6	9,9	7,8	6,6	6,1	17%	18%	18%	10%
China Southern Airlines	Китай	5 828	15,4	10,6	8,9	6,5	5,5	4,8	13%	14%	14%	10%
China Eastern Airlines	Китай	5 741	11,7	9,2	7,9	5,8	4,9	4,3	14%	15%	16%	10%
Thai Airways International	Таиланд	1 908	15,3	12,0	8,6	9,9	5,6	5,1	9%	15%	16%	6%
Turk Hava Yollari	Турция	5 137	9,0	7,8	6,6	6,6	5,6	4,8	15%	15%	15%	15%
Latam Airlines Group	Чили	11 294	Отр.	25,7	20,7	16,4	10,5	7,8	9%	13%	16%	8%
Malaysian Airline System	Малайзия	752	Отр.	Отр.	8,1	Отр.	10,6	7,0	-10%	6%	9%	6%
Air Arabia	ОАЭ	1 151	10,5	9,6	8,2	8,1	6,8	5,5	18%	20%	22%	10%
Среднее для развив. рынков (EM)			11,7	11,1	8,2	8,0	6,6	5,5	13%	15%	16%	10%
Deutsche Lufthansa	Германия	9 251	30,0	13,5	8,7	3,9	3,2	2,8	8%	9%	11%	3%
Singapore Airlines	Сингапур	10 168	32,2	18,5	14,9	4,4	3,6	3,2	13%	15%	16%	6%
Qantas Airways	Австралия	3 779	56,2	21,2	10,2	3,7	3,6	3,1	12%	12%	13%	3%
Finnair	Финляндия	498	23,1	12,6	7,4	12,2	2,9	2,4	2%	7%	8%	5%
SAS	Швеция	749	Отр.	20,4	4,7	7,6	3,5	3,1	4%	7%	8%	9%
Air France-KLM	Франция	3 240	Отр.	Отр.	7,4	7,2	5,2	4,1	6%	8%	9%	3%
Ryanair Holdings	Ирландия	11 084	15,4	13,7	12,2	8,8	8,2	7,6	21%	21%	22%	6%
ICA Group	Великобр-ия	6 751	Отр.	22,3	9,4	7,4	6,1	4,9	8%	9%	11%	4%
Delta Air Lines	США	13 344	8,6	5,9	5,2	6,3	4,7	4,3	10%	13%	13%	3%
Среднее для развитых рынков (DM)			30,0	18,5	9,0	7,3	3,6	3,2	8%	9%	11%	4%
Россия: премия/(дисконт) к EM			-8%	-37%	-1%	-27%	-32%	-17%	-2,9 п.п.	-6,8 п.п.	-6,1 п.п.	1,3 п.п.
Россия: премия/(дисконт) к DM			-64%	-49%	-7%	-20%	23%	44%	2,2 п.п.	-0,7 п.п.	-1,1 п.п.	6,9 п.п.

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Корректировки в рамках модели оценки

Таблица 3. Обновленные прогнозы, \$ млн

	2013П новый (\$ млн)	2013П прежний (\$ млн)	Изменение прогноза (%)	2014П новый (\$ млн)	2014П прежний (\$ млн)	Изменение прогноза (%)	2015П новый (\$ млн)	2015П прежний (\$ млн)	Изменение прогноза (%)
Выручка	8 993	9 194	-2%	9 717	10 080	-4%	10 289	11 147	-8%
EBITDA	865	844	2%	840	771	9%	874	879	-1%
Рентабельность EBITDA	9,6%	9,2%	0,4 п.п.	8,6%	7,7%	1 п.п.	8,5%	7,9%	0,6 п.п.
Чистая прибыль	291	273	7%	248	236	5%	264	323	-18%
Капзатраты*	515	525	-2%	515	500	3%	515	500	3%
Оборот, млрд пкм	84	82	2%	89	88	2%	95	93	2%
Средний тариф, \$-центры	9,1	9,6	-5%	9,3	10,0	-7%	9,3	10,5	-11%
Цена топлива, \$/т	935	890	5%	944	917	3%	931	944	-1%

* как увеличение первоначальной стоимости основных средств и нематериальных активов

Источник: оценка Атона

Допущения в рамках ДДП

Наши предположения в отношении средневзвешенной стоимости капитала WACC (14,3%) и ставки роста (2,5%) не изменились.

Таблица 4. Расчет ДДП, \$ млн

	2013П	2014П	2015П	2016П
EBIT	555	498	501	618
За вычетом: налоги	(111)	(100)	(100)	(124)
EBIT с учетом налога	444	399	401	495
Износ и амортизация	310	342	373	405
За вычетом: капзатраты	(424)	(439)	(452)	(405)
Изменение оборотного капитала	(34)	(22)	(18)	(29)
Нераспределенный денежный поток	296	279	305	465

Источник: оценка Атона

Таблица 5. Теоретическая цена на 12 месяцев на основе ДДП

Чистая приведенная стоимость (NPV), \$ млн	1 085
Дисконтированная терминальная стоимость, \$ млн	2 706
Стоимость компании, \$ млн	3 791
Чистый долг/(денежные средства) 2013П (на конец года), \$ млн	1 745
Стоимость миноритарных долей 2013П (на конец года), \$ млн	(59)
Рыночная капитализация после учета доли миноритарных акционеров, \$ млн	2 105
Количество акций, млн	1 111
Теоретическая цена акции, \$	1,90
Текущая цена акции, \$	1,81
Потенциал роста	4%
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ

Источник: оценка Атона

Таблица 6. Зависимость теоретической цены от ставки дисконта, \$ за акцию

Ставка дисконта	Темпы роста на бесконечном горизонте				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
11,3%	2,22	2,39	2,58	2,78	3,02
12,3%	1,85	1,98	2,13	2,29	2,47
13,3%	1,54	1,65	1,77	1,90	2,04
14,3%	1,68	1,79	1,90	2,02	2,15
15,3%	1,06	1,14	1,22	1,30	1,40
16,3%	0,87	0,93	1,00	1,07	1,15
17,3%	0,70	0,76	0,82	0,88	0,94

Источник: оценка Атона

Основные допущения в рамках модели оценки Аэрофлота

График 33. Прогноз выручки, \$ млрд

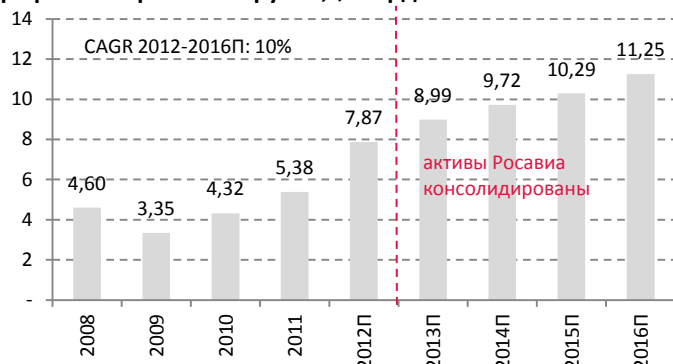
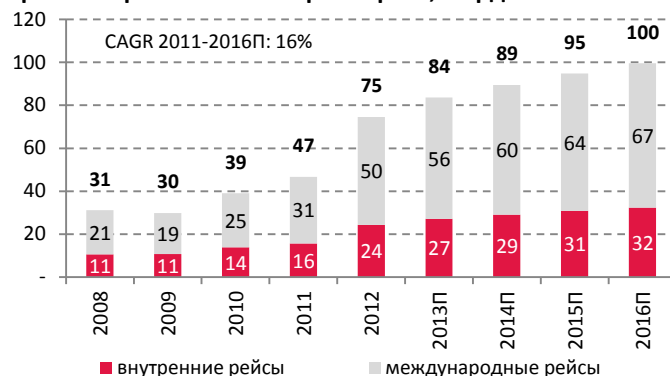


График 34. Прогноз пассажирооборота, млрд пкм

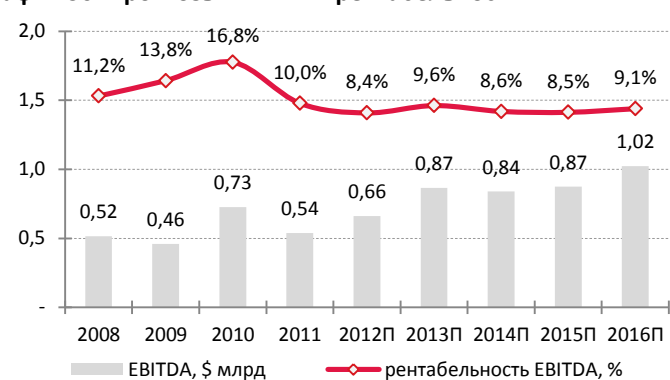


Источники: Аэрофлот, оценка Атона

График 35. Структура операционных затрат, %



График 36. Прогнозы EBITDA и рентабельности EBITDA



Источники: Аэрофлот, оценка Атона

График 37. Прогноз средней цены топлива, \$/тонна

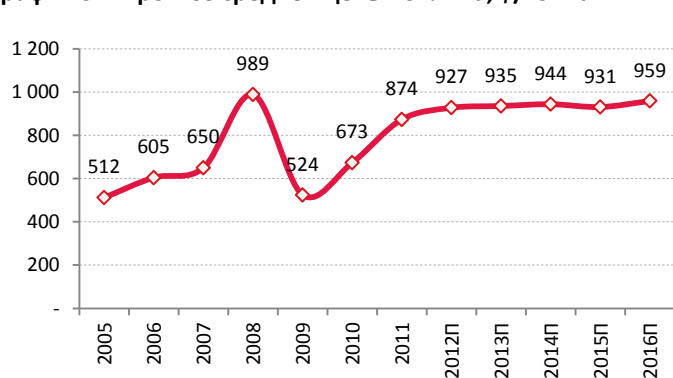
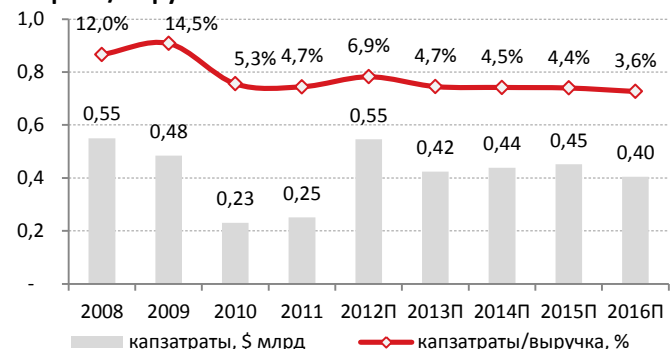


График 38. Прогнозы капзатрат и соотношения капзатраты/выручка



Источники: Аэрофлот, оценка Атона

График 39. Прогноз чистого долга и EBITDA, %

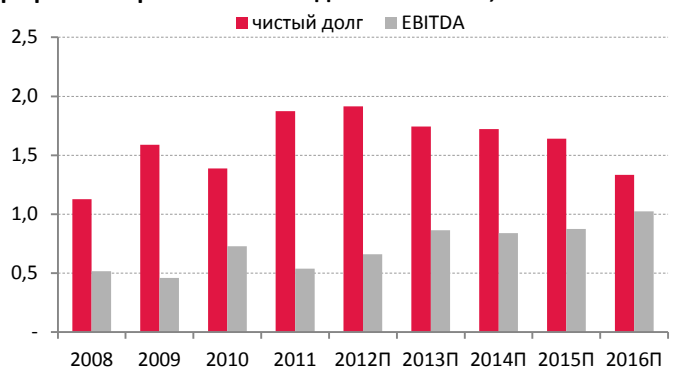
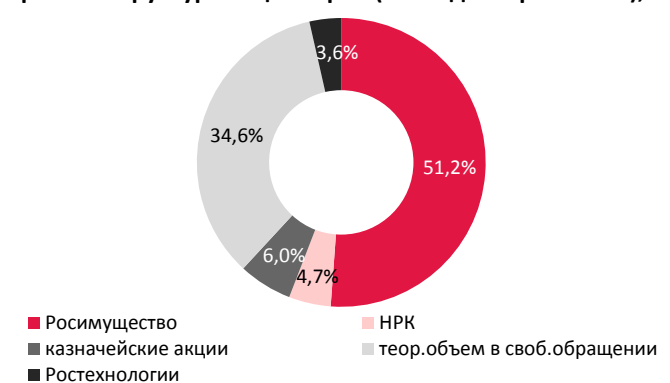


График 40. Структура акционеров (на 31 декабря 2012 г.), %



Источники: Аэрофлот, оценка Атона

Финансовые показатели Аэрофлота

Таблица 7. Показатели отчета о прибыли и убытках, \$ млн

	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	4 603	3 346	4 319	5 378	7 874	8 993	9 717	10 289	11 247
Расходы на топливо	(1 551)	(725)	(943)	(1 472)	(2 277)	(2 644)	(2 850)	(2 980)	(3 218)
Другие денежные расходы	(2 536)	(2 160)	(2 649)	(3 368)	(4 936)	(5 484)	(6 027)	(6 435)	(7 006)
EBITDA	516	461	727	538	661	865	840	874	1 023
Рентабельность EBITDA	11,2%	13,8%	16,8%	10,0%	8,4%	9,6%	8,6%	8,5%	9,1%
EBITDAR	724	747	1 065	916	1 249	1 567	1 644	1 771	1 985
Рентабельность EBITDAR	15,7%	22,3%	24,7%	17,0%	15,9%	17,4%	16,9%	17,2%	17,6%
Износ и амортизация	(159)	(145)	(184)	(221)	(266)	(310)	(342)	(373)	(405)
EBIT	357	315	543	316	395	555	498	501	618
Рентабельность EBIT	8%	9%	13%	6%	5%	6%	5%	5%	5%
Финансовые доходы	5	3	14	15	12	14	25	28	29
Финансовые расходы	(55)	(41)	(140)	(130)	(104)	(105)	(115)	(110)	(106)
Прочие единовременные статьи и курсовые разницы	(140)	(71)	(64)	384	(58)	(82)	(82)	(71)	(63)
Прибыль до налогообложения	167	206	353	585	245	383	327	348	478
Налоги	(143)	(120)	(100)	(94)	(49)	(77)	(65)	(70)	(96)
Доля меньшинства	19	3	25	33	(10)	(15)	(13)	(14)	(19)
Чистая прибыль	43	89	278	525	186	291	248	264	364
Чистая рентабельность	1%	3%	6%	10%	2%	3%	3%	3%	3%
Темпы роста									
Выручка	21%	-27%	29%	25%	46%	14%	8%	6%	9%
EBIT	-40%	-12%	72%	-42%	25%	40%	-10%	1%	23%
EBITDA	-30%	-11%	58%	-26%	23%	31%	-3%	4%	17%
Чистая прибыль	-86%	108%	212%	88%	-64%	56%	-15%	7%	38%
Коэффициенты									
RoA (%)	1%	2%	7%	11%	3%	5%	4%	4%	5%
RoE (%)	4%	10%	27%	40%	12%	16%	12%	11%	14%
EPS (\$)	0,04	0,08	0,25	0,47	0,17	0,26	0,22	0,24	0,33
DPS (\$)	0,01	0,01	0,04	0,06	0,03	0,04	0,03	0,04	0,05

Источники: данные компании, оценка Атона

Таблица 8. Показатели отчета о движении денежных средств, \$ млн

	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Прибыль до налогообложения	167	206	353	585	245	383	327	348	478
Износ и амортизация	159	145	184	221	266	310	342	373	405
Прочие неденежные статьи	182	35	126	(351)	-	-	-	-	-
Чистые процентные расходы	55	41	140	130	104	105	115	110	106
Средства от опер. деятельности до оборотного капитала	563	428	803	586	615	798	783	831	990
Изменение оборотного капитала	52	(195)	(45)	(86)	(90)	(34)	(22)	(18)	(29)
Уплаченный налог с прибыли	(142)	(5)	(20)	(125)	(49)	(77)	(65)	(70)	(96)
Денежный поток от операционной деятельности	473	229	739	374	476	687	696	744	865
Капитальные затраты	(475)	(383)	(117)	(128)	(211)	(71)	(71)	(71)	(59)
Прочее	36	84	(76)	(306)	378	-	-	-	-
Денежный поток от инвестиционной деятельности	(439)	(299)	(194)	(434)	167	(71)	(71)	(71)	(59)
Выпуск или (выкуп) акций	36	19	(93)	(86)	-	132	-	-	-
Изменение долга	250	248	367	141	(67)	100	-	(100)	(100)
Уплаченные проценты и прочее	(104)	(108)	(144)	(86)	(104)	(105)	(115)	(110)	(106)
Лизинговые платежи	(75)	(102)	(113)	(123)	(335)	(353)	(368)	(381)	(346)
Прибыль, распределенная среди акционеров, и прочее	(62)	(9)	(16)	(36)	(62)	(28)	(44)	(37)	(40)
Денежный поток от финансовой деятельности	45	48	0	(189)	(568)	(254)	(527)	(628)	(592)
Прочие корректировки	(22)	(3)	(7)	(18)	-	-	-	-	-
Чистое изменение денежных средств	56	(26)	539	(267)	75	362	98	44	214
Денежные средства на начало года	91	147	121	660	393	468	830	928	973
Денежные средства на конец года	147	121	660	393	468	830	928	973	1 186

Источники: данные компании, оценка Атона

Таблица 9. Балансовые показатели, \$ млн

	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Денежные средства	147	121	660	393	468	830	928	973	1 186
Дебиторская задолженность	916	944	924	1 467	1 726	1 971	2 130	2 255	2 465
Товарно-материальные запасы	79	70	87	118	129	148	160	169	185
Краткосрочные инвестиции	10	38	77	24	24	24	24	24	24
Оборотные активы	1 152	1 173	1 749	2 003	2 347	2 973	3 242	3 421	3 860
Основные средства и нематериальные активы	1 788	2 189	2 229	2 071	2 307	2 512	2 685	2 828	2 833
Прочие долгосрочные активы	410	660	549	1 263	1 113	1 113	1 113	1 113	1 113
Внеоборотные активы	2 199	2 848	2 777	3 333	3 420	3 624	3 798	3 940	3 946
Всего активы	3 350	4 021	4 526	5 336	5 767	6 597	7 039	7 361	7 806
Краткосрочный долг	145	156	62	378	300	300	300	200	200
Краткосрочные обязательства по лизингу	78	111	104	203	295	341	379	410	413
Кредиторская задолженность	875	870	1 065	1 435	1 614	1 843	1 992	2 109	2 305
Текущие обязательства	1 099	1 138	1 231	2 016	2 209	2 484	2 670	2 719	2 918
Долгосрочный долг	591	820	1 251	388	400	500	500	500	400
Долгосрочные обязательства по лизингу	460	624	630	1 297	1 389	1 434	1 473	1 504	1 507
Прочие долгосрочные обязательства	263	434	259	231	231	231	231	231	231
Долгосрочные обязательства	1 315	1 877	2 140	1 916	2 020	2 165	2 204	2 235	2 138
Доля меньшинства	53	43	27	(84)	(74)	(59)	(46)	(32)	(13)
Акционерный и добавочный капитал, казначейские акции	11	65	(28)	(80)	(80)	52	52	52	52
Нераспределенная прибыль и прочие резервы	874	898	1 155	1 569	1 692	1 955	2 160	2 387	2 711
Собственный капитал	884	963	1 128	1 488	1 612	2 007	2 212	2 439	2 763
Всего обязательства и собственный капитал	3 350	4 021	4 526	5 336	5 767	6 597	7 039	7 361	7 806
Чистый долг	1 128	1 590	1 387	1 873	1 916	1 745	1 723	1 642	1 333
Валовой долг	1 275	1 711	2 047	2 266	2 384	2 575	2 651	2 615	2 520
Оборотный капитал	120	143	(54)	151	241	276	298	315	345
Оборотный капитал к выручке	3%	4%	Отр.	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Источники: данные компании, оценка Атона

Таблица 10. Макроэкономические прогнозы, \$ млн

	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Курс \$/руб. на конец года	29,38	30,24	30,48	32,20	30,37	32,34	32,34	34,56	34,56
Средний курс \$/руб.	24,85	31,74	30,36	29,39	31,03	31,68	32,34	33,78	33,78
Инфляция по итогам года	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	5,8%	5,5%	5,0%	5,0%
Средний курс EUR/\$	1,47	1,39	1,33	1,30	1,29	1,34	1,34	1,30	1,30
Средняя цена Urals, \$/барр.	94,74	61,19	78,27	90,00	110,38	105,00	100,00	90,00	90,00

Источники: Банк России, Росстат, оценка Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2013. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действовать как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876
ATON <GO> (Bloomberg)
www.aton.ru www.atonbroker.com
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

Atonline Limited

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ, 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр
Офис: 20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам
и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

Департамент торговли

Павел Грёнбьерг
+7 (495) 287 8650
pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций
зарубежным клиентам**

Мартин Голлнер
+44 20 7011 9662
martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций
российским клиентам**

Максим Кабанов; Олег Мирманов
+7 (495) 287 9282; 287 9283
maxim.kabanov@aton.ru; oleg.mirmanov@aton.ru;

**Аналитический
департамент**

Алексей Языков
+7 (495) 213 0340
alexey.yazikov@aton.ru

**Управление по работе
с долговыми инструментами**

Мурат Берсеков
+7(495) 705-99-42
murat.bersekov@aton.ru

АНАЛИТИКИ АТОНА**Стратегия**

Питер Вестин
+7 (495) 213 0341
peter.westin@aton.ru

Эндрю Риск

+7 (495) 777 9090 x2641
andrew.risk@aton.ru

Сергей Колоколов

+7 (495) 777 9090 x2671
sergey.kolokolov@aton.ru

Электроэнергетика**Илья Купреев**

+7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

Павел Ластовкин

+7 (495) 777 6677 x2683
pavel.lastovkin@aton.ru

Металлургия**Диннур Галиханов**

+7 (495) 213 0338
dinnur.galikhonov@aton.ru

Илья Макаров

+7 (495) 777 9090 x2644
ilya.makarov@aton.ru

Специальные ситуации**Михаил Пак**

+7 (495) 213 0337
mikhail.pak@aton.ru

Никита Мельников

+7 (495) 213 0336
nikita.melnikov@aton.ru

Нефть и газ

Елена Савчик
+7 (495) 213 0343
elena.savchik@aton.ru

Анна Лакейчук

+7 (495) 777 9090 x2661
anna.lakeychuk@aton.ru

Потребительский сектор**Елизавета Лебедева**

+7 (495) 777 9090 x2648
elizaveta.lebedeva@aton.ru

Телекоммуникации и медиа**Вячеслав Буньков**

+7 (495) 213 0344
slava.bunkov@aton.ru

Банки**Иван Качковский**

+7 (495) 705 9232
ivan.kachkovski@aton.ru

Долговой рынок и экономика**Ринат Кирдань**

+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Андрей Бобовников

+7 (495) 287 8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Анна Богдюкевич

+7 (495) 213 0334
anna.bogdykevich@aton.ru

Технический анализ**Елена Кожухова**

+7 (495) 777 9090 x2672
elena.kozhukhova@aton.ru

Редакционно-издательский отдел**Лорен Мэнди**

+7 (495) 777 9090 x2648
lauren.mandy@aton.ru

Томас Лавракас

+7 (495) 777 9090 x2686
thomas.lavrakas@aton.ru

Анна Богданова

+7 (495) 777 9090 x2657
anna.bogdanova@aton.ru

Акции: трейдинг

+7 (495) 287 9287

Долговые инструменты: трейдинг

+7 (495) 287 8609