

АЭРОФЛОТ

Все позитивные факторы учтены в цене: снижаем до ДЕРЖАТЬ

ДЕРЖАТЬ (с Покупать)

Целевая цена

190 руб.

Потенциал роста

8%

ДАННЫЕ ПО АКЦИЯМ

Bloomberg, лок.	AFLT RX
Цена (акция, руб.)	175
Кол-во обыкн. акций (млн)	1 111
Рын. капитализация (\$ млн)	3 294
Чистый долг (\$ млн)	1 840
EV (\$ млн)	5 143
3-м ср.дн.об. торгов (\$ млн)	4,8

Акционеры

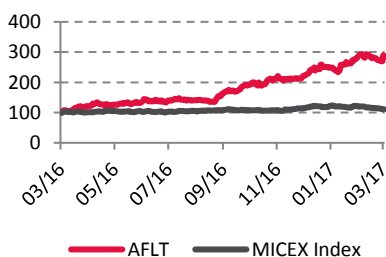
РФ	51,2%
Ростех	3,3%
Казначейские акции	4,5%
Free float (%)	41,0%
Free float (\$ млн)	1 351

ФИН.ПОКАЗАТЕЛИ (\$ млн)

	2016	2017П	2018П
Выручка	7 412	8 322	9 031
Опер. расходы	6 459	7 435	8 071
ЕБИТДА	1 166	1 106	1 180
Рент-ть ЕБИТДА	15,7%	13,3%	13,1%
ЕБИТ	946	887	960
Чистая прибыль	560	502	576
Чист. рент-ть	7,6%	6,0%	6,4%
Активы	4 934	5 313	5 687

ОЦЕНКА

P/S	0,39	0,36	0,33
EV/S	0,62	0,56	0,47
EV/ЕБИТДА	3,92	4,18	3,56
EV/ЕБИТДАР	5,26	5,41	5,40
P/E	5,22	5,93	5,19
Див. доходность	10%	4%	4%
Дин-ка прибыли	9%	-12%	15%

ДИНАМИКА АКЦИЙ

Источник: Bloomberg, оценки Атона

В четверг Аэрофлот опубликовал результаты за 4К16/2016 по МСФО и провел телеконференцию с руководством. Хотя результаты оказались чуть ниже наших ожиданий и ожиданий рынка по размеру выручки и ЕБИТДА(R) из-за более низких, чем ожидалось, доходных ставок и роста топливных расходов, прошлый год стал самым успешным в истории Аэрофлота в плане роста прибыли и рентабельности. Кроме того, руководство подтвердило, что готово заплатить 50% от чистой прибыли по МСФО за 2016 в качестве дивидендов. Это предполагает дивиденды около 17,5 руб. на акцию и дивидендную доходность 10%. При этом мы считаем, что все позитивные моменты уже учтены в цене, и более важный вопрос сейчас в том, как сложится для Аэрофлота текущий год. Он выглядит менее вдохновляющим, на наш взгляд. Мы ожидаем, что прибыль и рентабельность снизятся на фоне падения ставок доходности и коэффициента загрузки, а также роста топливных расходов и укрепления рубля. Кроме того, акции Аэрофлота торгуются с мультипликатором EV/ЕБИТДАР 2017П равным 5.4х и P/E равным 5.9х, что близко к справедливому уровню. Мы сохраняем нашу целевую цену неизменной на уровне 190 руб., но снижаем рекомендацию по акциям с ПОКУПАТЬ до ДЕРЖАТЬ.

Результаты: 4К16 слабее, чем в прошлом году. Выручка Аэрофлота увеличилась на 8% г/г до 115 млрд руб. за счет роста пассажирооборота на 20% (как сообщалось ранее) и снижения ставок доходности на 8% (ниже ожиданий). А вот расходы выросли на 21% из-за роста перевозок и цен на нефть. В результате ЕБИТДА составила всего 0,8 млрд руб. против 10,8 млрд руб. годом ранее, а рентабельность ЕБИТДА оказалась близкой к нулю, в то время как в 4К15 она составила 10,2%. Чистый убыток составил 5 млрд руб. (-8,4 млрд руб. в 4К15), что соответствует консенсус-прогнозу, однако мы изначально надеялись, что компания окажется ближе к точке безубыточности из-за сильного спроса и высокого коэффициента загрузки в 4К16. Чистая прибыль Аэрофлота по итогам года составила 38,8 млрд руб. (консенсус Интерфакс: 36,3 млрд руб.), что является историческим максимумом. Выручка увеличилась на 19,4% г/г до 496 млрд руб. (консенсус: 500 млрд руб.), а ЕБИТДА выросла на 33% до 78 млрд руб. (консенсус Интерфакс: 82 млрд руб.), в то время как рентабельность ЕБИТДА составила 15,7% (против 14,1% годом ранее). Сильный денежный поток от операционной деятельности – 77 млрд руб. – сократил общую задолженность на 38% до 144 млрд руб., в результате чего соотношение чистый долг /ЕБИТДА составило 1,4, и мы ожидаем, что оно будет снижаться в этом году.

Телеконференция. Аэрофлот прогнозирует, что рост пассажирооборота (RPK) составит 11-13% г/г в 2017 (+14,8% в 2016). Это сильный рост (наш прогноз 10%), который должен быть поддержан возобновлением полетов в Турцию и Египет. Компания планирует получить 40 самолетов в этом году, увеличив предельный пассажирооборот (ASK) на 13-15% и сократив коэффициент загрузки на 1,5 пп до 80%. Последний фактор должен оказать некоторое давление на рентабельность. Руководство подтвердило, что готово выплатить 50% от чистой прибыли по МСФО в качестве дивидендов.

В этом году финансовые показатели могут оказаться ниже. Мы прогнозируем, что чистая прибыль компании снизится на 12% г/г до 32,6 млрд руб. (\$502 млн) в связи с указанными ниже факторами. а) Рост цен на нефть. Мы прогнозируем, что средняя цена нефти составит \$50/барр. против \$44 в 2016. б) Снижение коэффициента занятости пассажирских кресел. в) Снижение ставок доходности из-за роста доли дальних полетов. К дополнительным рискам снижения прибыли также можно отнести возможное падение евро относительно доллара, которое может оказать давление на рентабельность Аэрофлота, поскольку 15% его трафика номинировано в евро. Мы также видим в этом году риск ускоренного роста зарплата пилотов, которые достаточно медленно росли в последние несколько лет.

Оценка и катализаторы. Аэрофлот в настоящий момент торгуется с мультипликатором EV/ЕБИТДАР 2017П равным 5.4х и P/E 2017П равным 5.9х, что соответствует дисконту 10-30% к средним мультипликаторам мировых аналогов. Тем не менее мы считаем, что этот дисконт обоснован, принимая во внимание страновой риск. Оценка Аэрофлота близка к нашим целевым мультипликаторам (EV/ЕБИТДАР 5.5х; P/E – 6.0х) и целевой цене 190 руб. за акцию, предполагающей потенциал роста всего 8%. В связи с этим мы снижаем нашу рекомендацию до ДЕРЖАТЬ с ПОКУПАТЬ. Следующий катализатор – рекомендация совета директоров по дивидендам в мае. Предстоящие публикации ежемесячных операционных результатов также важны – они покажут, насколько компания продолжает расти.

Аэрофлот: результаты за 2016 по МСФО, млн руб.

	4К16	4К15	изм.	2016	2015	изм.	Конс. Интерфакс	А/Е
Выручка	114 574	105 663	8,4%	495 880	415 173	19%	500 100	-0,8%
Выручка от авиаперевозок	99 403	91 012	9,2%	433 966	359 574	21%		
Прочая выручка	15 171	15 020	1,0%	61 914	55 968	11%		
ЕБИТДАР	17 237	23 931	-28,0%	137 567	103 118	33%		
<i>Рентабельность ЕБИТДАР</i>	<i>15%</i>	<i>22,6%</i>		<i>28%</i>	<i>25%</i>			
ЕБИТДА	844	10 857	-92,2%	78 004	58 703	33%	81 900	-4,8%
<i>Рентабельность ЕБИТДА</i>	<i>0,7%</i>	<i>10,3%</i>		<i>16%</i>	<i>14%</i>		<i>0</i>	
Чистая прибыль	-4 974	-8 320		38 826	-6 494	-698%	36 300	7,0%
Пассажирооборот, млрд пкм	27,88	23,18	20,3%	112,5	97,6	15%		
Доходность RPK, руб.	3,41	3,76	-9,3%	3,82	3,58	6,6%		

Источник: данные компании, оценки Атона

Аэрофлот: сравнительная оценка

Компания	Страна	Тикер	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	EV/ЕБИТДА		EVR/ЕБИТДАР		P/E		Рент-ть ЕБИТДАР
					2016	2017П	2016	2017П	2016	2017Е	
Сев. и Юж.Америки											
Delta air lines	США	DAL US	36 531	40 614	5,0	4,7	4,9	5,1	9,6	8,6	23,1%
American airlines	США	AAL US	23 247	41 232	6,5	5,5	5,7	6,6	10,0	8,5	20,7%
Alaska Air Group	США	ALK US	12 044	13 419	6,5	6,0	7,7	6,3	12,3	11,3	30,8%
Grupo Aeromexico	Мексика	AEROMEX	1 613	2 638	7,6	6,4	7,6	7,3	23,2	16,4	25,7%
Air Canada	Канада	AC CN	2 799	5 504	3,6	3,1	3,8	4,2	5,1	4,0	18,0%
Sora Holdings	Панама	CPA US	4 425	4 795	8,6	7,8	10,6	8,6	13,9	12,1	25,1%
LATAM	Перу	LFL US	6 088	13 941	9,2	8,2	8,2	7,7	84,4	23,7	18,0%
Медиана					6,5	6,0	7,6	6,6	12,3	11,3	23,1%
ASIA AND OCEANIA											
Japan airlines	Япония	9201 JP	11 793	9 674	4,2	3,9	3,0	3,4	8,2	9,6	24,0%
ANA Holdings	Япония	9202 JP	10 420	14 250	5,6	5,2	6,4	6,1	14,2	12,6	21,3%
Singapore	Сингапур	SIA SP	8 337	7 129	4,4	4,4	4,3	4,6	22,3	22,8	21,6%
Asiana airlines	Юж. Корея	020560 KS	822	4 025	6,9	6,8	7,9	7,6	13,5	11,2	0,0%
Thai Airways	Таиланд	Thai TB	1 220	5 864	7,2	7,4	7,0	7,2	9,2	11,4	15,1%
Cathay Pacific	Гонконг	293 HK	5 787	11 247	8,2	8,5	7,8	6,7	59,5	184,2	18,2%
Air China	Китай	753 HK	13 377	23 173	5,2	5,5	6,5	6,8	8,1	10,4	32,3%
China Eastern	Китай	670 HK	12 556	18 145	5,0	5,1	7,9	8,2	7,9	10,0	29,5%
China Southern	Китай	1055 HK	9 655	15 278	4,1	4,5	6,7	7,2	6,8	9,2	28,2%
China airlines	Китай	2610 TT	1 795	4 665	6,1	5,8	6,0	5,8	11,9	10,9	0,0%
Qantas	Австралия	QAN AU	5 237	7 714	3,5	3,5	3,6	3,7	7,2	7,1	20,5%
Air New Zealand	Н.Зеландия	AIR NZ	1 901	2 933	4,1	4,1	3,2	4,1	7,7	8,2	27,3%
Garuda Indonesia	Индонезия	GIAA IJ	658	1 781	5,6	5,2	6,4	6,3	25,4	12,7	31,7%
Медиана					5,2	5,2	6,4	6,3	9,2	10,9	21,6%
Европа											
ING	Великобритания	IAG LN	14 135	16 583	4,0	3,9	4,8	4,7	7,4	7,0	20,5%
Air France	Франция	AF FP	2 176	6 545	2,5	2,5	3,8	4,2	5,2	5,1	15,5%
SAS	Швеция	SAS SS	540	1 114	3,6	3,4	4,5	5,0	9,9	7,5	15,4%
Lufthansa	Германия	LHA GR	6 820	9 434	2,3	2,7	2,7	3,0	4,9	7,2	10,9%
Медиана					3,1	3,1	4,1	4,4	6,3	7,1	15,4%
Другие											
Turkish airlines	Турция	THYAO TI	2 118	11 116	15,1	8,1	12,0	7,3	7,2	12,8	18,5%
Jet airways India	Индия	JETIN IN	714	2 225	8,8	9,3	7,4	8,0	10,0	8,9	22,0%
Аэрофлот	Россия	AFLT RX	3 294	5 134	3,9	4,2	5,3	5,4	5,2	5,9	27,5%
Медиана					8,8	8,1	7,4	7,3	7,5	8,9	22,0%

Источник: Bloomberg, оценки 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 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», 2016. 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 будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи 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 действует 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.