

Авиакомпания Сибирь: вспомним об Икаре Присвоение рекомендации

16 июня 2008 г.



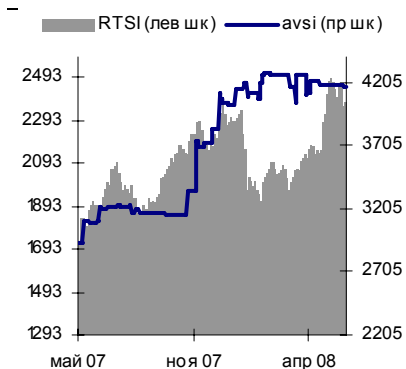
Михаил Сайно

Аналитик

+7 (495) 785 5336

msayno@msk.bcs.ru

Ticker	avsi
Price	\$4170
Fair value	\$3353
Upside	-20%
Recom.	продавать
52w max	\$4.225
53w min	\$3.045
Sh. outst.	0.102 млн
Net debt	\$452 млн
Market Cap	\$427 млн
EV	\$879 млн
Free-float	11.30%
P/E 2007	99.6
EV/S 2007	0.72
EV/EBITDA 2007	12.84
P/BV 2007	40.69
Div. yield, com.	0.06%



Инвестиционное заключение

Мы продолжаем анализировать деятельность авиакомпании Сибирь, второго по величине российского авиаперевозчика. Согласно нашей оценке, полученной с помощью сравнительного подхода и метода дисконтированных денежных потоков, справедливая стоимость обыкновенных акций Сибири – \$3353. Потенциал снижения стоимости акций Сибири составляет 20%, и мы рекомендуем продавать акции компании. По нашему мнению, риски, связанные с деятельностью авиапредприятия, перевешивают неплохие перспективы его будущего развития.

Компания является крупнейшим перевозчиком на внутрироссийских маршрутах. В распоряжении Сибири в настоящее время находится 68 авиалайнеров российского и иностранного производства. В 2007 году на долю предприятия пришлось 12.5% пассажирооборота всех российских авиакомпаний.

Сибирь демонстрирует высокие темпы роста. В результате активной политики экспансии пассажирооборот компании вырос с 2000 по 2007 год в 5.3 раза, количество перевезенных пассажиров увеличилось в 6.8 раз. В 2007 году количество обслуженных пассажиров повысилось по сравнению с предыдущим годом на 16%, пассажирооборот прибавил 11%. Прогнозы операционных показателей на 2008 год также весьма позитивны.

Компанию возглавляет эффективный менеджмент. Динамичное развитие компании во многом связано с верной стратегией развития, выбранной менеджментом: активной политикой покупки активов обанкротившихся предприятий и открытием новых пассажирских рейсов. В 2001-2006 годах компания приобрела воздушные суда и маршрутную сеть Внуковских авиалиний. Кроме того, в этот же период времени Сибирь поглотила челябинскую компанию Энкор и ряд других региональных предприятий. Состав воздушного парка компании радикально изменился.

Несмотря на демонстрируемую положительную динамику финансовых и операционных показателей, с деятельностью компании связаны существенные риски. Значительная часть этих рисков вызвана зависимостью Сибири от стоимости авиатоплива; весомы также риски корпоративного управления.

Кроме того, отметим риски, связанные со структурой баланса компании. За последний год долговая нагрузка Сибири значительно возросла. В настоящее время чистый долг компании составляет \$452 млн, а с учетом обязательств по операционной аренде и вовсе \$943 млн. Отношение скорректированного показателя EBITDA к чистому долгу равно 10.4X, что значительно превышает нормативный уровень. В то же время собственный капитал компании, по данным российской отчетности, составляет всего \$10.5 млн, что совершенно не соответствует масштабам деятельности перевозчика.

Добавим, что раскрытие информации у компании находится на невысоком уровне. Сибирь не сообщает, что стоит за отдельными финансовыми показателями, и это создает риски появления неожиданных операционных издержек в будущем.

Возможности

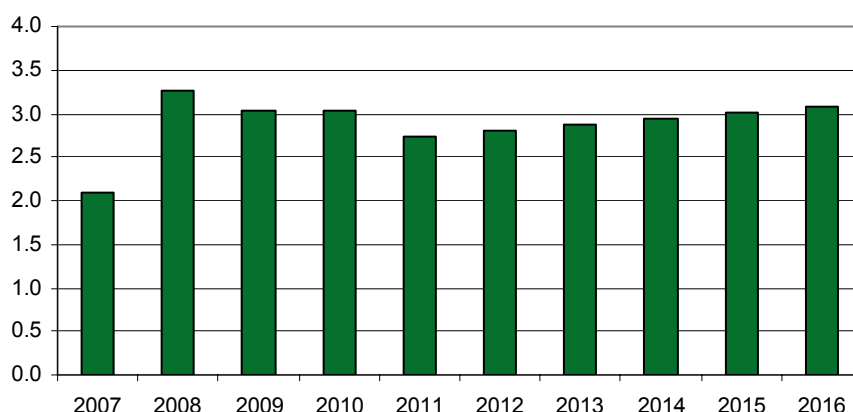
Основные факторы роста:
обновление воздушного флота,
увеличение среднего налета,
повышение цен на перевозки

Сибирь быстро обновляет воздушный парк за счет иностранной техники. В 2007 году в строй было введено 10 самолетов иностранного производства. В 2008 году парк компании должен пополниться еще четырьмя воздушными судами фирмы Airbus, часть из которых уже используется. Самолеты иностранного производства намного более экономичны в эксплуатации, чем аналогичные российские суда. Они потребляют меньше топлива в расчете на одного пассажира и требуют меньших затрат на ремонт и обслуживание. Как следствие, изменение структуры авиапарка Сибири должно в перспективе привести к снижению издержек и повышению прибыли.

Компания располагает значительным заделом улучшения операционных показателей за счет повышения степени использования авиатехники. Среднесуточный налет в расчете на один самолет – важная характеристика эффективности использования воздушного флота – у Сибири составил в 2007 году, по нашим расчетам, всего 6.4 часа, в то время как у авиаперевозчиков из развитых стран данный показатель находится в пределах 10-12 часов. Другие ведущие российские игроки также демонстрируют более высокую величину среднесуточного налета. В частности, у Аэрофлота и Трансаэро данный показатель составил в 2006 году 8.2 часа и 7.8 часа соответственно, а по итогам 2007 года, как ожидается, эти коэффициенты окажутся еще выше.

В настоящее время стоимость нефти на мировых рынках находится вблизи рекордных высот, что подталкивает вверх цены на авиатопливо. В то же время консенсус-прогноз крупнейших мировых инвестиционных компаний предполагает, что стоимость нефти в ближайшие годы снизится, и это должно привести также к снижению цен на авиационный керосин как на мировых рынках, так и в России. Как следствие, следует ожидать существенного сокращения издержек, связанных с авиационными перевозками. Наш прогноз динамики стоимости авиационного горючего показан на графике ниже.

Прогноз динамики цен на авиакеросин, \$/галлон



Источник: оценки БКС, Bloomberg

Рост цен на авиаперевозки пока не отпугивает пассажиров. В нашей модели мы закладываем повышение цен на авиабилеты в размере 34% до 2010 года в долларовом исчислении по сравнению с 2007 годом. В то же время отметим, что увеличивающийся спрос на авиаперевозки в России может позволить компаниям наращивать стоимость билетов более высокими темпами. Кроме того, через несколько лет мы ожидаем заметного удорожания авиаперевозок, осуществляемых российскими компаниями, поскольку вывод из эксплуатации

старых самолетов российского производства может принять массовый характер, а заполнить образовавшуюся брешь новыми самолетами российские авиакомпании просто не успеют, что окажет дополнительное давление на тарифы.

Отметим, что в последние годы российские авиакомпании постепенно увеличивали стоимость билетов, хотя о повышении тарифов перевозчики предпочитают не распространяться. Наоборот из рекламных объявлений создается впечатление, что стоимость авиабилетов постоянно уменьшается. В действительности же снижаются цены только на незначительную часть продаваемых билетов, в то время как средний тариф растет. Как следствие, динамика доходов авиаперевозчиков, в частности Сибири, в ближайшие годы может превзойти рыночные ожидания. Что касается Сибири, то на многих маршрутах компания предлагает билеты по ценам ниже среднего уровня, что предоставляет дополнительные возможности для роста.

Последнее время в СМИ обсуждается вероятность передачи государственного пакета акций Сибири в собственность корпорации Ростехнологии либо ГТК Россия. Изменение структуры акционерного капитала Сибири станет позитивным событием с точки зрения рынка акций компании, ведь в этом случае могут быть пересмотрены планы менеджмента Сибири, связанные с выводом части техники из состава Сибири в пользу компании S7 Charter.

В ближайшие годы нельзя исключать полного обнуления пошлин на ввоз самолетов иностранного производства. В нашей модели мы закладывали сокращение пошлин с 20% до 10%, но в связи с высокой потребностью российской авиации в новой технике пошлины вообще могут быть снижены до нуля.

Сибирь зарекомендовала себя активным игроком на рынке слияний и поглощений. Компания, вероятно, и далее будет использовать благоприятные возможности для покупки небольших фирм, испытывающих финансовые затруднения. За счет увеличения масштаба деятельности, синергии и более эффективного управления приобретенные активы могут принести Сибири дополнительную прибыль.

Риски

Основные риски: топливо может еще подорожать; не исключено снижение пассажирооборота; вывод техники в пользу других структур

Важнейшим риском для компании является возможное продолжение повышательного тренда на рынке авиационного топлива. Стоимость нефти постоянно растет, что приводит к увеличению цен на авиатопливо. В четвертом квартале 2007 года цены на авиационный керосин увеличились на 25-30%. В начале года ситуация с топливом в лучшую сторону не изменилась, по данным авиакомпании Уральские авиалинии, с начала года цены подорожали еще на 29%. Консенсус-прогноз стоимости нефти постоянно пересматривается в большую сторону. Если цены на нефть продолжат расти, это весьма негативно скажется как на текущих результатах деятельности Сибири, так и на прогнозах будущих показателей. Отметим, что, согласно рыночным консенсус-прогнозам, крупнейшие североамериканские авиаперевозчики в 2008 году получат убыток от своей деятельности (хотя их европейские конкуренты чувствуют себя несколько лучше).

В среднесрочной перспективе, по нашим предположениям, динамика операционных показателей Сибири окажется не слишком впечатляющей. К 2009 году компания намеревается вывести из своего состава все самолеты Ил-86. К 2013-2014 годам решено отказаться от использования всех самолетов Ту-154. Вывод из эксплуатации отечественных самолетов может оказать негативное влияние на статистику перевозок компании, ведь вклад российской техники в выручку Сибири достаточно высок. В 2007 году на долю

самолетов российского производства пришлось 47% всего осуществленного Сибирью налета воздушного парка.

Деятельность Сибири как акционерного общества характеризуется значительными корпоративными рисками. В ближайшие год-два, как это следует из заявлений ее руководителей, авиакомпания намеревается передать часть состоящих в ее штате самолетов в эксплуатацию другой фирме – S7 Charter. Последняя компания не является дочерним обществом по отношению к Сибири, и результаты деятельности S7 Charter не будут учтены в сводной отчетности Сибири. Сибирь полностью оставит чартерный бизнес, который перейдет в ведение S7 Charter.

Заявленные Сибирью планы по вводу в строй 70 самолетов относятся скорее к группе S7, объединяющей ряд компаний, чем к деятельности отдельного акционерного общества Авиакомпания Сибирь. Часть воздушных средств будет эксплуатироваться не Сибирью, а фирмой S7 Charter.

Величина собственного капитала Сибири очень мала по сравнению с масштабом деятельности предприятия. У Сибири отношение собственного капитала к чистому долгу составляет всего 2.3%, в то время как у авиаперевозчиков из развивающихся стран данный показатель равняется в среднем 115%, а у предприятий из развитых стран – 149%. Как следствие, финансовая устойчивость Сибири может снизиться при ухудшении рыночной конъюнктуры. Низкая доля собственных средств и невысокая рентабельность Сибири могут в перспективе привести к увеличению ставки по заемным средствам и ставки требуемой доходности на собственный капитал.

Отметим, что некоторые виды операционных расходов компании не учитываются при расчете операционной прибыли, а также показателя EBITDA, выведенного на основе операционной прибыли. В 2007 году данные расходы составили, по нашим оценкам, \$62 млн. Опубликование международной отчетности может привести к значительной корректировке операционной прибыли и показателя EBITDA в сторону понижения, что вызовет продажи бумаг инвесторами, ранее использовавшими неточные данные.

Развитие Сибири также сдерживается отсталостью наземной инфраструктуры в России – недостаточной вместительностью аэропортов и необходимостью строительства новых и реконструкции старых взлетно-посадочных полос.

Компания выглядит дорогой по сравнению с аналогами

Сравнительные данные

	EV/S	P/E	EV/EBITDA	ROE	Net margin	EBITDA margin
Компания	0.72	99.55	23.55	41.0%	0.4%	6.4%
Среднее по России	0.97	16.29	14.95	16.5%	2.7%	6.5%
Дисконт/премия	-25.9%	511.3%	57.5%	н.д.	н.д.	н.д.
Среднее по GEM	1.31	14.86	18.54	11.4%	5.8%	6.9%
Дисконт/премия	-44.9%	569.8%	27.0%	н.д.	н.д.	н.д.
Среднее по GDM	0.48	6.62	8.03	11.2%	3.7%	5.9%
Дисконт/премия	51.4%	1404.1%	193.1%	н.д.	н.д.	н.д.

Источник: данные компании, РТС, Bloomberg, БКС

Чистая прибыль в 2010 году ожидается более чем в 4 раза выше, чем в 2007 году

Финансовые данные, \$ млн

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Выручка	920	1218	1946	1624	1606	1693
EBITDA	35	78	53	59	90	165
Чистая прибыль	2	4	-5	-4	18	89
Основные средства	98	95	83	83	83	84
Денежные средства	4	7	23	23	28	41
Текущие активы	326	478	708	691	585	658
Собственный капитал	5	9	2	17	65	189
Долгосроч. задолженность	99	266	320	389	322	269
Текущие пассивы	322	314	471	369	282	285
Всего активы	429	603	807	790	684	757

Источник: данные компании, БКС

Коэффициенты

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
P/E	187.7	99.4	-91.9	-110.4	23.3	4.8
EV/S	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV	178.9	93.8	538.7	50.6	13.5	4.7
EV/EBITDA	24.9	11.2	16.7	14.9	9.8	5.3
Dividend yield	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Net margin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
ROE	0.5	0.5	-2.8	-0.2	0.3	0.5

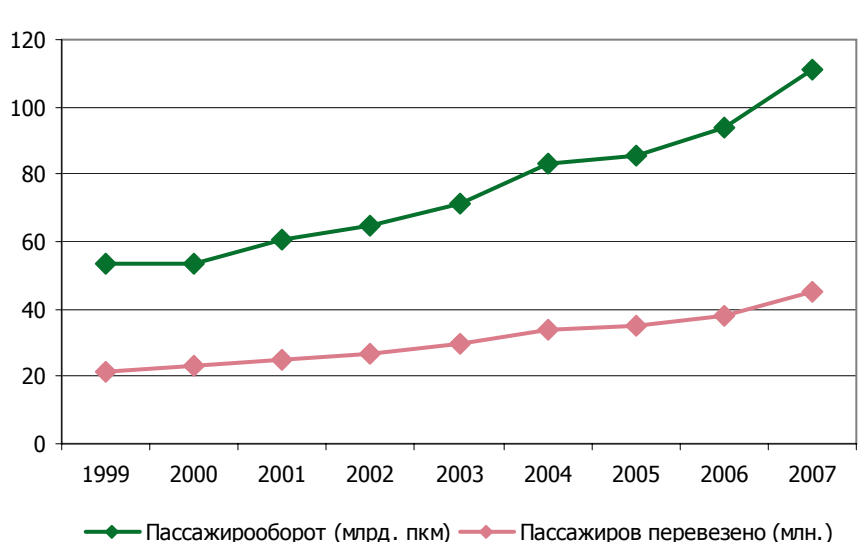
Источник: данные компании, РТС, Bloomberg, БКС

Рынок авиаперевозок в России

Авиаперевозки растут быстрыми темпами

Отрасль авиаперевозок развивается в России быстрыми темпами. Россияне предпочитают все больше пользоваться услугами авиатранспорта. С 1999 по 2007 год пассажирооборот в стране увеличился на 108%, количество перевезенных пассажиров выросло на 110%. Основным фактором, оказывающим поддержку российской отрасли авиационных перевозок, является рост российского ВВП, находящий отражение в повышении благосостояния населения. По прогнозам компании Airbus, в 2008-2013 годах пассажиропоток российских авиапредприятий будет увеличиваться со скоростью 10% в год, что намного превысит среднюю динамику роста перевозок в мире. Согласно прогнозам Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA), темпы роста авиаперевозок в России в 2007-2011 годах составят 9.3%, в то время как среднемировые темпы роста за тот же период будут равны 5.1%. Отметим, впрочем, что данные оценки были сделаны до скачка цен на авиатопливо, начавшегося в четвертом квартале прошлого года.

Рост пассажирооборота и количества перевезенных пассажиров в России



Источник: Минтранс, ТКП

Несмотря на впечатляющую динамику авиаперевозок, россияне пока еще сравнительно мало летают по сравнению с показателями позднесоветского периода. В 1991 году пассажирооборот в России составил 150.4 млрд. пассажирокилометров, что превышает показатели 2007 года на 36%.

Несмотря на неплохие операционные показатели российской отрасли, финансовое положение многих российских компаний до недавнего времени оставляло желать лучшего, что нашло отражение в выходе из бизнеса таких компаний, как Магаданские авиалинии, Астэйр и ряда других небольших перевозчиков. Выдержавшие конкуренцию представители отрасли смогли расширить свою рыночную долю за счет приобретения техники и маршрутной сетки оставивших бизнес предприятий.

Дороговизна топлива и монополизм заправщиков повышают издержки

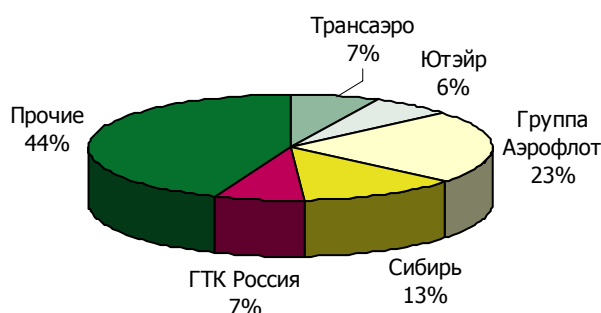
Наиболее значимой проблемой, стоящей перед представителями отрасли перевозок, является резкий рост стоимости авиационного топлива. Если в течение трех кварталов 2007 года подъем цен на авиационный керосин оказался незначительным, то уже в четвертом квартале цены на горючее выросли на 25-30%. Удорожание топлива действует на всех игроков отрасли и

вынуждает их повышать стоимость своих услуг. С другой стороны, в России представители отрасли закупают авиационное горючее по ценам ниже цен мирового рынка, что дает им определенные преимущества перед западными конкурентами. К тому же рост покупательной способности населения в России пока позволяет российским компаниям повышать стоимость авиабилетов без снижения спроса на перевозки, хотя увеличивающаяся до недавнего времени конкуренция несколько ограничивала возможности компаний по повышению тарифов.

Ситуация с ростом цен на топливо еще более усугубляется монополизмом доминирующих в аэропортах топливозаправочных компаний, завышающих стоимость горючего. В данных обстоятельствах преимущество получают крупные компании, имеющие возможность заключения договоров непосредственно с производителями нефтепродуктов, такими как ЛУКОЙЛ, на поставку значительных объемов топлива, что предусматривает определенные скидки.

В обстановке высоких цен на авиационный керосин в более выигрышном положении оказываются компании, имеющие в своем распоряжении экономичные самолеты западного производства, потребляющие существенно меньше авиационного горючего в расчете на одного пассажира. По прогнозам компании Airbus, российские компании до 2026 года введут в свой состав 921 самолет вместимостью более 100 кресел. Тем не менее активность российских компаний по приобретению лайнеров западного производства сдерживается их высокими ценами, а также ввозной пошлиной (20%) и НДС (18%), начисляемыми на стоимость ввозимой техники.

Доли рынка перевозок в 2007 году по количеству пассажиров



Источник: данные компаний, ТКП

Старые самолеты постепенно выводятся из эксплуатации, а новая техника стоит немалых денег

В среднесрочной перспективе российскую авиационную отрасль ждут значительные изменения. Износ большинства самолетов российского/советского производства находится на критическом уровне, и в ближайшие годы эта техника будет выведена из состава компании. Если до недавнего времени проблема решалась с помощью ремонта и продления срока эксплуатации старых лайнеров, то уже через несколько лет ресурс этой техники все же будет исчерпан, и российские перевозчики окажутся перед лицом опасности сокращения пассажирооборота и снижения своей рыночной доли.

Проблема усугубляется невысокой прибыльностью или даже убыточностью большинства представителей отрасли. Нехватка свободных денежных средств не позволяет компаниям приобретать новую технику. Увеличение собственного капитала за счет эмиссии не рассматривается большинством авиакомпаний в качестве реального способа привлечения средств на развитие ввиду опасности снижения долей существующих акционеров после новых выпусков акций. Кредитные ресурсы для перевозчиков стоят дорого из-за проблемного

финансового состояния предприятий. Даже динамично развивающиеся компании могут столкнуться с нехваткой средств для оплаты текущих платежей за топливо и другие ресурсы, как это произошло недавно с Красноярскими авиалиниями.

Заметим, что ставки заемного финансирования для авиаперевозчиков находятся на весьма высоких уровнях. В частности, у демонстрирующих неплохую прибыль компаний Трансавиа и Ютэйр доходность по рублевым облигациям со сроком погашения около года составляет 12.5% и 11.9%; у Сибири доходность облигаций равняется 13.7%. В то же время доходность аналогичных облигаций испытывающего финансовые затруднения союза ЭйрЮнион равна уже 17.2%. Сравнительно высокая доходность облигаций авиаперевозчиков служит индикатором того, что инвесторы воспринимают авиационный бизнес в России как деятельность, связанную с повышенными рисками.

В подобных обстоятельствах возможность выхода из ситуации предоставляет лизинг самолетов западного производства, условия которого позволяют компаниям эксплуатировать технику без оплаты ее полной покупной стоимости. Однако российским перевозчикам приходится конкурировать на рынке лизинга с компаниями из других стран, многие из которых также динамично развиваются. В результате ставки на рынке лизинга растут, что увеличивает себестоимость перевозок.

Учитывая возможное сокращение парка воздушных средств мы ожидаем в 2011-2013 годах существенного замедления динамики роста российской отрасли авиационных перевозок. Дефицит предложения приведет к повышению цен на авиабилеты, и некоторому улучшению рентабельности авиационного бизнеса. Регулирующие органы в данных обстоятельствах, по нашему мнению, будут вынуждены пойти на снижение налогов на ввозимую технику западного производства.

На рентабельности компании негативно может отразиться повышение аэропортовых сборов. В апреле 2008 года ФСТ утвердила их увеличение в крупнейших московских аэропортах и ряде региональных аэропортов. В частности, ставки в московских аэропортах были подняты на треть. В результате повышения сборов себестоимость перевозок должна вырасти на несколько процентов. Нельзя исключать того, что сборы и в будущем будут увеличиваться в цене быстрее инфляции, что создает дополнительные риски.

С другой стороны, согласно последнему решению ФСТ, ставки для иностранных компаний установлены на уровне, приблизительно в два раза превышающем аналогичные сборы для российских перевозчиков. В результате решения ФСТ российские компании получают конкурентное преимущество перед западными перевозчиками. Пока иностранные компании слабо представлены в России, но риск быстрого увеличения их присутствия до недавнего времени расценивался как значительный. Последнее решение ФСТ снижает этот риск.

Описание компании

Сибирь динамично развивается, в основном благодаря более активному использованию иностранной техники

Сибирь представляет собой вторую по величине компанию в России в сфере авиаперевозок, причем на внутренних авиалиниях Сибирь является лидером. Основной сферой деятельности авиакомпании является перевозка пассажиров. Доля грузовых перевозок в ее выручке минимальна, доходы от прочих видов деятельности также незначительны. На текущий момент в составе компании находится 36 самолетов российского производства и 33 лайнера западного производства, всего 69 самолетов.

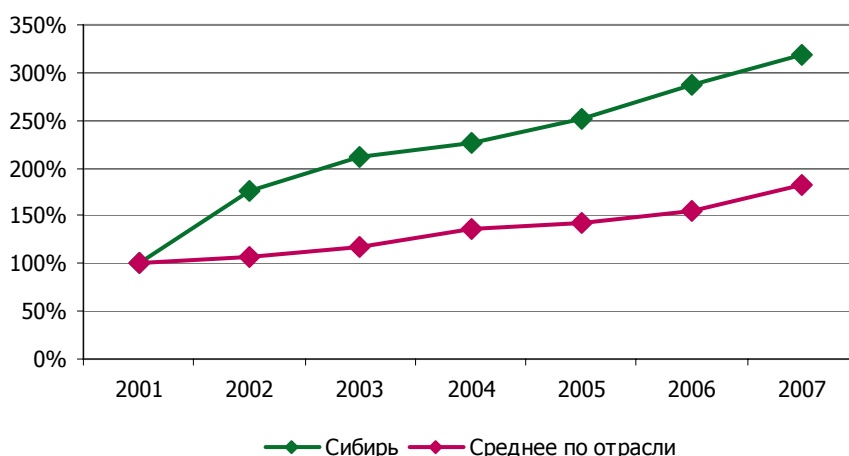
Компания развивается весьма динамично. Ее пассажирооборот вырос за

период с 2000 по 2007 год в 5.3 раза, количество перевезенных пассажиров увеличилось в 6.8 раза. В 2007 году число обслуженных пассажиров повысилось по сравнению с предыдущим годом на 16%, пассажирооборот прибавил 11%. За первые четыре месяца 2008 года пассажирооборот компании вырос на 35%, количество перевезенных пассажиров увеличилось на 38%.

Рост показателей Сибири связан как с органическим расширением бизнеса, так и с высокой активностью на рынке слияний/поглощений, проводимых компанией с 1998 года. В 2001-2006 годах компания приобрела воздушные суда и маршрутную сеть Внуковских авиалиний. Кроме того, в этот период времени Сибирь поглотила челябинскую компанию Энкор и ряд других региональных предприятий.

Отмечается устойчивая тенденция снижения доли перевозок, осуществленных на транспорте российского производства. 2007 году суда иностранного производства налетали 75.3 тыс. часов, что больше показателя предыдущего года на 28%. Отечественные самолеты в составе Сибири налетали 66.2 тыс. часов, превысив показатель 2006 года на 4%.

Рост пассажирооборота компании (млрд пкм) в сравнении со среднеотраслевыми данными



Источник: данные компании, ТКП

В сентябре 2007 года S7 Airlines получила сертификат авиационной безопасности IOSA, успешно завершив процедуру международного аудита. Это должно помочь предприятию в установлении международной кооперации и привлечении клиентов из-за рубежа.

Сибирь ведет переговоры с участниками альянса Oneworld об условиях вхождения в него. Участие в альянсе будет способствовать дальнейшему расширению бизнеса Сибири, так как это приведет к улучшению сотрудничества с крупными западными авиакомпаниями. Например, компания будет активнее использовать в своей деятельности так называемый код-шеринг (code sharing), то есть продажу билетов от имени одной авиакомпании на рейсы, выполняемые другой, что увеличивает оборот и сокращает расходы участвующих в соглашении сторон. Сотрудничество с участниками Oneworld окажет позитивное влияние на выручку всех вовлеченных сторон. Вероятными партнерами Сибири в рамках альянса будут такие крупные перевозчики, как British Airways, American Airlines и Cathay.

Сибирь уделяет должное внимание задаче снижения издержек. С этой целью в 2004-2005 годах компания внедрила систему Oracle E-Business Suite,

призванную оптимизировать все аспекты деятельности общества. Для того чтобы снизить расходы на транспорт, Сибирь напрямую заключает договоры с производителями авиационного топлива, в частности с компанией ЛУКОЙЛ.

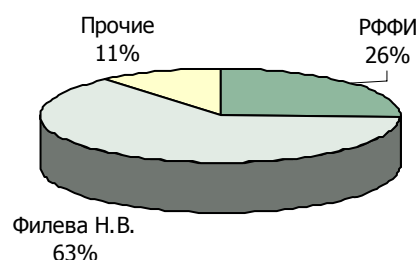
Сибирь внедряет систему электронной продажи билетов через интернет, что, по мнению компании, должно привести к экономии затрат на оплату услуг дилеров, ведь комиссия за услуги дилеров составляет в среднем 5-6% от всех издержек перевозчика. По нашему мнению, однако, эффект от активности в этой сфере будет ограниченным. Многие потребители психологически еще не готовы к покупке билетов с помощью электронных средств связи, к тому же не все пластиковые карты позволяют осуществлять платежи через интернет. Кроме того, чтобы простимулировать покупки билетов через Всемирную сеть, компания, вероятно, будет предлагать в интернете билеты со скидкой, что сведет на нет экономию от затрат на дилеров.

Структура акционерного капитала

Компания полностью контролируется семьей Филевых

Компания Сибирь принадлежит и управляется семьей Филевых. Владислав Филев работает в компании генеральным директором, а его супруга Наталия Филева формально является владельцем 63.3% от уставного капитала авиакомпании. Пакет величиной 25.5% принадлежит Российской Федерации в лице РФФИ. Количество акций в свободном обращении мы оцениваем в 11.3%.

Структура уставного капитала Сибирь

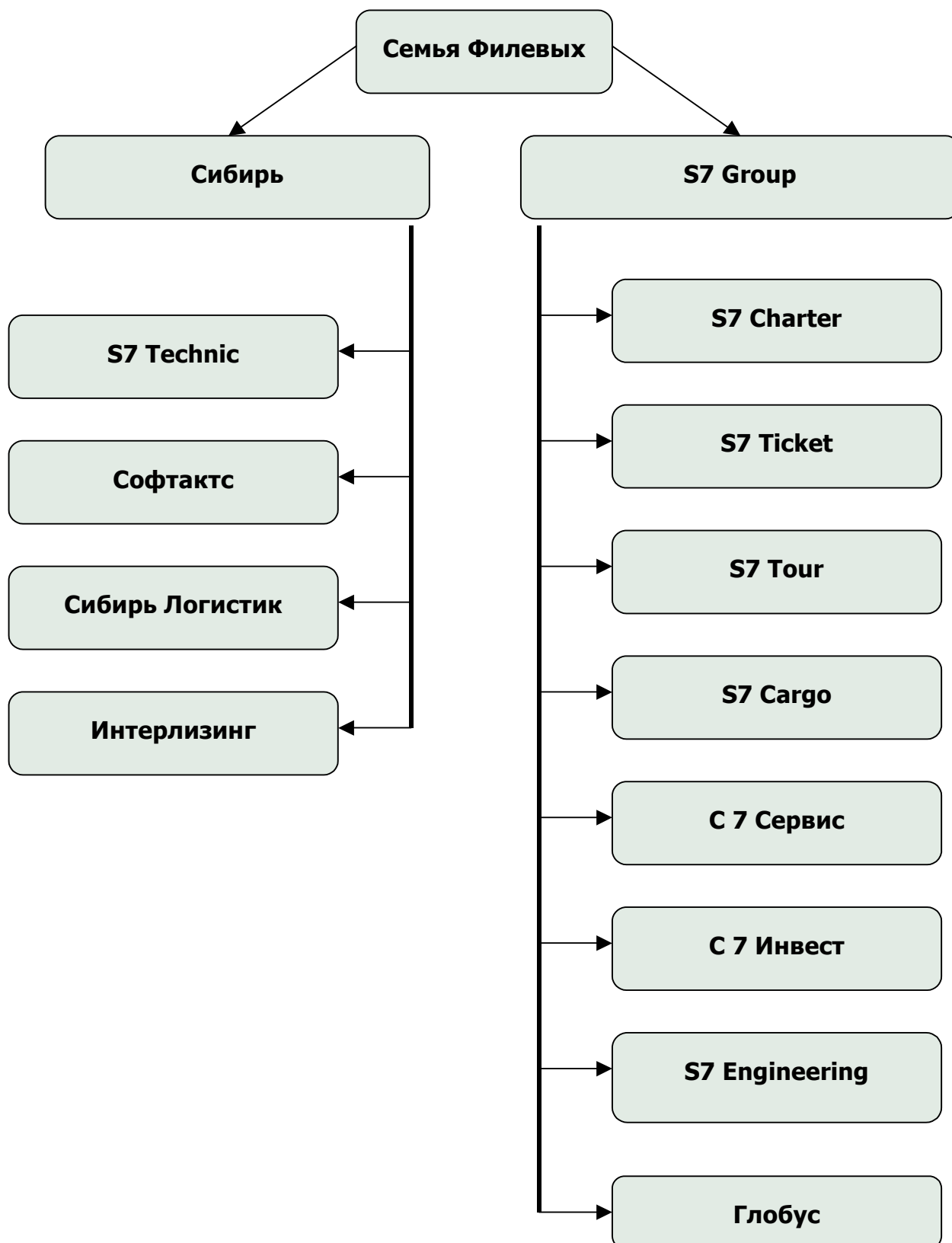


Источник: данные компании

Семье Филевых принадлежит также группа компаний S7 (S7 Group), оказывающая для компании Сибирь определенные услуги по управлению.

Заметим, что в прессе и отраслевых обзорах также встречается путаница, связанная с названиями «S7 Airlines», «Авиакомпания Сибирь» и «S7 Group». Наименования «S7 Airlines» и «Авиакомпания Сибирь» относятся к одному и тому же юрлицу. Но Авиакомпания Сибирь и S7 Group – это разные юридические лица. Тем не менее под «S7 Airlines» часто подразумевают всю совокупность компаний, подконтрольных семье Филевых. Иногда в СМИ встречается утверждение, что компания Сибирь входит в S7 Group. Формально это не так, поскольку Сибирь не является дочерней структурой по отношению к S7 Group.

Структура холдингов Сибирь и S7 Group



Источник: данные компании

Вопреки укоренившемуся заблуждению, S7 Charter не входит в состав Сибири

В прессе иногда встречается утверждение, что туристическая компания S7 Tour входит в компанию S7 Airlines. На самом деле это тоже не так; контроль над S7 Tour принадлежит S7 Group, но не компании Сибирь.

Еще одной фирмой, контроль над которой иногда ошибочно приписывают Сибири, является компания S7 Charter, входящая в S7 Group. S7 Charter совместно с Сибирью занимается чартерным бизнесом. Это означает, что Сибирь выполняет по заказу S7 Charter рейсы на своих воздушных судах, получая за услуги денежное вознаграждение. S7 Charter использует для своей деятельности более 15 самолетов, находящихся в штате Сибири. S7 Charter пока не имеет лицензии авиаперевозчика, но собирается в ближайшие год-два такую лицензию получить. Что особенно важно, по словам генерального директора Сибири В. Филева, после получения лицензии перевозчика используемую в настоящее время S7 Charter авиатехнику, находящуюся в составе Сибири, планируется перевести в распоряжение S7 Charter.

Имеются риски перевода активов в другие фирмы...

Самолеты, эксплуатируемые сейчас Сибирью в интересах S7 Charter, в своем большинстве находятся у Сибири не в собственности, а в операционной аренде, что облегчает перевод воздушной техники в пользование S7 Charter. Кроме того, сроки операционной аренды ограничены, и по окончании очередного договора лизинга Сибирь может просто отказаться от его пролонгации, предложив лизингодателю вместо себя другое юридическое лицо – S7 Charter. Таким образом, Сибирь уже в 2009 году может лишиться весомой части своего бизнеса. Без учета отживающих свой век «Илов» эта доля может составить, по нашим расчетам, около 21% от выручки компании.

Компенсация за подобный перевод предположительно будет минимальна, поскольку из переводимых самолетов на балансе Сибири числятся лишь старые Ил-86 и Ту-154, срок эксплуатации которых подходит к концу, а ликвидационная стоимость списываемых воздушных судов, по словам г-на Филева, составляет лишь \$50 тыс. за штуку. Не исключено, конечно, что передача уже эксплуатируемых Сибирью самолетов в пользование S7 Charter произойдет в форме субаренды, однако лизинговые платежи, выплачиваемые в рамках этой субаренды, с высокой вероятностью совпадут с лизинговыми платежами, выплачиваемыми самой Сибирью, и прибыль Сибири от этой операции будет равна нулю.

...но появление новых акционеров может привести к снижению корпоративных рисков

По информации компании, за период 2007-2015 годов воздушный флот Сибири должен пополниться 70 новыми лайнерами. При ближайшем рассмотрении оказывается, однако, что не все эти самолеты войдут в состав Сибири. Часть воздушных судов будет эксплуатироваться S7 Charter, которая, как мы уже знаем, даже не является дочерней компанией Сибири.

В частности, в пользование S7 Charter планируется перевести лайнеры Boeing-737-800. Также, по словам г-на Филева (Ведомости-Новосибирск от 23.07.07), весьма вероятно, что в пользование S7 Charter будет переведена часть из 15 самолетов Boeing Dreamliner, поставка которых начнется в 2014 году. Договор с фирмой Boeing на поставку самолетов заключен не от лица Сибири, а от имени S7 Group, что оставляет мажоритарным акционерам Сибири свободу маневра в вопросе выбора оператора самолетов.

Доходы от эксплуатации самолетов компанией S7 Charter не будут консолидированы в отчетности Сибири и не смогут повлиять на рыночную стоимость компании Сибирь. Если планы владельцев Сибири по развитию S7 Charter будут реализованы, темпы роста бизнеса самой Сибири могут оказаться существенно ниже рыночных ожиданий.

Отметим также и другие корпоративные риски кроме сокращения количества самолетов. В 2005–2006 годах Сибирь провела реорганизацию, выделив отдельные виды деятельности и передав их специально образованным

юридическим лицам. Теперь данные юрлица состоят на самоокупаемости и могут оказывать услуги не только Сибири, но и другим клиентам. Негативным моментом в данной реорганизации является то, что не все новые юридические лица являются дочерними компаниями Сибири. По данным базы данных СПАРК, в настоящее время в состав Сибири входят следующие дочерние компании: Сибирь-Техник, Софттакс, Сибирь Логистик, Интерлизинг.

Ряд других входящих в S7 Group фирм, в частности S7 ENGINEERING, S7 CARGO, S7 TICKET, S7 TOUR, не принадлежат Сибири, и отчетность данных компаний не может быть консолидирована в сводной отчетности авиаперевозчика. Отметим, что S7 TOUR заняла четвертое место в рейтинге российских турфирм по итогам 2007 года. Ранее компания являлась структурным подразделением Сибири. Таким образом, проведенная реорганизация привела к выделению из компании перспективных видов бизнеса, которые могли бы внести дополнительный вклад в консолидированную прибыль предприятия. Отметим, что с учетом реорганизации вполне реалистично выглядит угроза сокращения флота Сибири в пользу S7 Charter, компании, которая также не является дочерним обществом по отношению к Сибири.

В последнее время в прессе участились спекуляции по поводу возможного перевода государственного пакета акций Сибири наряду с государственными пакетами в ряде других авиакомпаний в собственность Ростехнологий, на базе которых планируется создание нового авиационного холдинга. В частности, в состав Ростехнологий предполагается ввести государственный пакет создаваемой корпорации ЭйрЮнион. В СМИ также обсуждается возможность перехода государственного пакета акций Сибири в собственность авиакомпании ГТК «Россия». По нашему мнению, новый собственник государственных акций вряд ли сможет увеличить блокирующий пакет Сибири до контрольного, ведь сомнительно, что семья Филевых легко уступит контроль над компанией. Тем не менее даже блок-пакет дает определенные права для участия в управлении предприятием.

По нашему мнению, появление нового авторитетного миноритарного акционера в составе Сибири может положительно повлиять на корпоративное управление. Новый акционер, в отличие от РФФИ, вероятно, станет принимать более активное участие в руководстве Сибири. Не исключено, что под давлением государственной структуры владельцы Сибири откажутся от планов развития S7 Charter, которые идут вразрез с интересами миноритарных акционеров компании Сибирь.

Заметим, что в нашей модели предполагается выход из состава Сибири в пользу S7 Charter всей используемой в чартере авиатехники к 2009 году. Если компания изменит свои планы, финансовые показатели Сибири после 2009 года могут оказаться значительно лучше наших ожиданий.

Структура акционеров, с другой стороны, накладывает определенные ограничения на развитие компании. Наличие в структуре собственников крупных миноритарных акционеров, владеющих блокирующим пакетом акций, затрудняет привлечение компанией средств с помощью дополнительной эмиссии (как это делает, например, компания Трансаэро). Миноритарные акционеры, не заинтересованные в снижении своей доли в уставном капитале Сибири и не готовые принимать участие в довыпуске, вероятно, заблокируют эмиссию на собрании акционеров. Кроме того, сам г-н Филев пока отрицает возможность проведения компанией IPO в будущем.

Так как привлечение средств в уставный капитал посредством эмиссии маловероятно, собственный капитал Сибири, по всей очевидности, останется на низком уровне в ближайшие годы, что никак не будет способствовать

увеличению финансовой устойчивости перевозчика. Невысокая доля собственных средств в структуре баланса Сибири затрудняет привлечение займов и кредитов. Размер платежей по лизингу также зависит от степени финансовой устойчивости лизингополучателя, поэтому вероятно, что ставки операционного лизинга для компании в будущем возрастут.

Обновление воздушного парка

Замена техники на иностранную позволяет Сибири снижать издержки

В последние годы компания Сибирь демонстрировала хорошие показатели роста, что было достигнуто за счет приобретения новых самолетов, а также улучшения эффективности использования уже имеющейся техники. В 2006 году компания ввела в эксплуатацию 14 лайнеров иностранного производства; в 2007 году в состав Сибири вошли 10 иностранных самолетов.

Замена самолетов российского/советского производства иностранными воздушными судами позволяет Сибири получить неплохую экономию на топливе, поскольку самолеты Boeing и Airbus потребляют намного меньше горючего в расчете на одного пассажира, чем самолеты Ту или Ил. Кроме экономии на топливе компания также снижает расходы и время, затрачиваемые на техническое обслуживание самолетов. Имеются и другие статьи экономии, связанные с использованием иностранной техники.

Необходимость покупки либо лизинга новой техники настоятельно диктуется также тем обстоятельством, что в среднесрочной перспективе из состава Сибири выйдут все самолеты российского производства. Согласно планам компании, до 2010 года из эксплуатации будут выведены все самолеты Ил-86, а к 2013-2014 годам – все самолеты Ту-154.

Российская промышленность не способна удовлетворить спрос отрасли на новые самолеты, поскольку он растет гораздо быстрее их производства в стране. Кроме того, у перевозчиков возникают вопросы к техническим характеристикам новых самолетов российского изготовления.

Стоимость иностранных самолетов высока, причем при покупке судов иностранного производства российской компанией на стоимость самолетов начисляется пошлина в размере 20%, а затем еще 18-процентный НДС. Тем не менее даже с учетом высоких цен на западные лайнеры общие расходы, связанные с их эксплуатацией, ниже издержек в результате использования отечественной техники.

Прогнозы изменения воздушного парка (на конец года)

	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A 310-200/300	7	7	3	3	3	3	3	3	3	3
A 319-100	16	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Boeing 737-400	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Boeing 737-500	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Ил-86	9	9	4	0	0	0	0	0	0	0
Ту-154М	27	27	26	24	20	15	0	0	0	0
A 320		4	6	10	14	22	29	29	29	29
Boeing 737-800										
Boeing 787-dreamliner								4	8	8
ИТОГО по компании Сибирь	66	69	59	57	57	60	52	56	60	60
Пассажиропоток, млрд пкм	13.9	17.6	14.4	13.7	14.1	15.4	14.5	16.7	18.9	18.9

*на начало года

Источник: данные компании, расчеты БКС

Финансовые показатели

Рентабельность Сибири пока на невысоком уровне...

В 2001-2005 годах компания демонстрировала убытки либо минимальную прибыль. Лишь в 2006 году Сибирь зафиксировала уже более-менее весомую чистую прибыль, что было связано с приобретением экономичных самолетов западного производства, а также оптимизацией маршрутной сети перевозчика.

Финансовые показатели Сибири

	2006 г.	2007 г.	I кв. 2008	Прирост к I кв. 07
Выручка, \$ млн	920.2	1217.9	288.3	32%
Опер. прибыль*, \$ млн	24.2	37.3	1.8	55%
EBITDA*, \$ млн	35.3	78.4	4.2	122%
Чистая прибыль*, \$ млн	2.3	4.3	0.7	87%
Рентабельность по опер. прибыли	2.6%	3.1%	0.6%	0%
Рентабельность по EBITDA	3.8%	6.4%	1.5%	3%
Рентабельность по ч. прибыли	0.2%	0.4%	0.2%	0%

* показатели скорректированы на часть прочих операционных расходов/доходов

Источник: данные компании, расчеты БКС

Итоги 2007 года оказались достаточно неплохими для Сибири. Выручка выросла на 32% в долларовом исчислении по сравнению с аналогичным периодом 2006 года, чистая прибыль прибавила 89%. В четвертом квартале 2007 года произошел скачок стоимости авиационного топлива на 25-30%, что оказало повышающее влияние на издержки перевозчиков. В первом квартале стоимость топлива еще подросла. Тем не менее Сибири удалось противостоять инфляции издержек: компания сумела заработать в последнем квартале 2007 года и первом квартале 2008 года чистую прибыль.

И все же в отчетности компании по итогам 2007 года и I квартала 2008 года мы увидели несколько настораживающих моментов.

Во-первых, долговая нагрузка компании за последний год значительно возросла. Чистый долг компании увеличился с I квартала 2007 года на 57% и составил на 1 апреля 2008 года \$452 млн, а с учетом обязательств по

операционной аренде – и вовсе около \$900 млн.

Во-вторых, указываемая компанией величина операционной прибыли не учитывает ряд операционных доходов и затрат, фиксировавшихся ранее по статьям «прочие операционные доходы» и «прочие операционные расходы». В 2007 году сумма этих статей была довольно значительной – \$62 млн. Компания не раскрывает, что входит в указанные статьи, и это создает определенные риски. Отчетность первого квартала несколько уменьшила наши опасения относительно прочих расходов. Тем не менее риски неожиданных издержек по этим статьям остаются. В таблице выше показатель операционной прибыли скорректирован на величину прочих операционных доходов и расходов.

В-третьих, показатель EBIT и показатель чистой прибыли не учитывают ряд затрат, произведенных компанией в 2007 году. Эти затраты не попали в отчет о прибылях и убытках, а были капитализированы на балансе. В частности, в число этих издержек вошел капитальный ремонт западной техники, инженерное сопровождение, внутренняя и внешняя отделка самолетов, обучение пилотов. Учитывая большой воздушный парк Сибири и постоянный характер затрат подобного рода, обоснованность постановки подобных издержек на баланс представляется нам сомнительной. В сумме эти затраты составили в 2007 году, по нашим оценкам, \$55 млн. Если бы данные издержки были учтены в отчете о прибылях и убытках, компания сразу оказалась бы убыточной.

В 2008-2009 годах, по нашим оценкам, компания получит незначительный чистый убыток от своей деятельности. Ухудшение финансовых показателей мы связываем с высокими ценами на топливо и падением пассажирооборота, вызванного, в свою очередь, выводом авиационной техники в пользу S7 Charter, а также списанием самолетов Ил-86. В 2013 году мы также ожидаем замедления финансовых показателей Сибири в связи с массовым выводом из эксплуатации оставшейся российской техники – самолетов Ту-154.

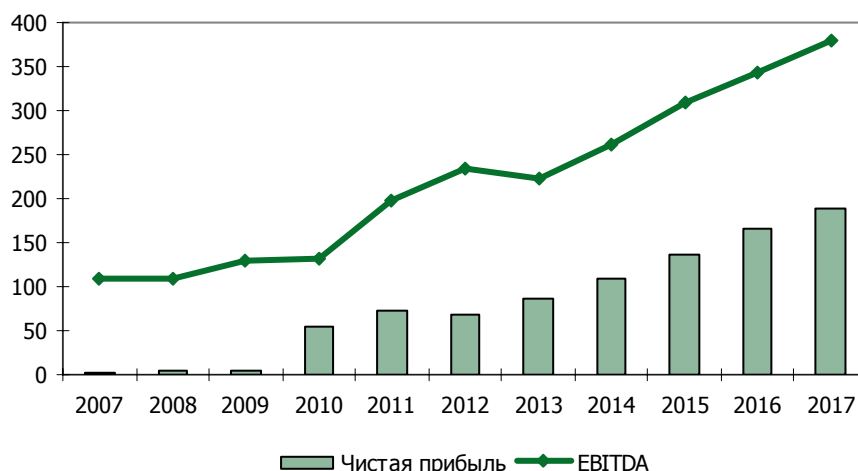
Отметим, что получение иностранной техники в операционный лизинг связано с увеличением лизинговых платежей. По нашим расчетам, в 2012 году расходы на операционный лизинг вырастут по сравнению с 2007 годом в 2.7 раза. Обязательства по лизинговым платежам являются эквивалентом финансовой задолженности, поэтому фактически долг предприятия значительно увеличится, что может отрицательно сказаться на кредитных рейтингах Сибири и привести, следовательно, к повышению процентных ставок по облигациям компании. Доля собственных средств в структуре всего капитала компании может остаться и далее на низком уровне.

...но перспективы будущей деятельности достаточно благоприятны

Тем не менее начиная с 2011 года отчетность компании, по нашим прогнозам, должна значительно улучшиться, что будет вызвано следующими основными факторами:

- проведенные мероприятия по замене воздушного флота на более экономичный в эксплуатации начнут в полной мере приносить свои плоды;
- повышение среднесуточного налета авиатехники приведет к увеличению выручки перевозчика;
- снижение мировых цен на нефть уменьшит издержки компании;
- нехватка авиатехники по причине списания старых самолетов и связанное с этим повышение цен на билеты приведет к увеличению доходов Сибири.

Как следствие всего этого, показатели операционной и чистой прибыли должны значительно улучшиться, что демонстрируется на нижеприведенном графике.

Прогноз чистой прибыли и свободного денежного потока Сибири

Источник: данные компании, расчеты БКС

Добавим, что мы не ожидаем существенных дивидендов до 2011 года, т. к. процесс обновления воздушного флота требует значительных финансовых ресурсов, отвлечение которых на выплату дивидендов маловероятно.

Оценка стоимости акций

Мы оценили рыночную стоимость Сибири двумя способами: методом сравнения с аналогами и методом дисконтированных денежных потоков (ДДП). Окончательная справедливая стоимость акций Сибири получается усреднением оценок, полученных с помощью этих двух методов. Результаты оценки представлены ниже.

Сравнительный подход

Целевая цена акций в рамках сравнительного подхода – \$3001

В качестве аналогов для оценки акций Сибири мы использовали три группы аналогов. В первую группу вошли компании из развивающихся стран, во вторую – из развитых, в третью – российские авиапредприятия. Мы решили не исключать данные по развитым рынкам, несмотря на невысокие темпы роста отрасли перевозок в этих странах. У Сибири ожидаемые темпы роста выше, но корпоративные и финансовые риски также существенно больше, чем у компаний из развитых стран.

В качестве мультипликаторов мы задействовали коэффициенты P/E, EV/Sales и EV/EBIT. Мы также решили применить коэффициент P/BV, сравнительно редко используемый для оценки предприятий нефинансовой сферы. Тем не менее мы полагаем, что использование данного коэффициента обоснованно для адекватного учета сравнительно невысокой величины собственного капитала Сибири и, как следствие, повышенной доли процентных платежей в затратах и повышенных рисков бизнеса по сравнению с аналогами. У российской компании отношение собственного капитала к чистому долгу составляет всего 2.3%, в то время как у авиаперевозчиков из развивающихся стран данный показатель равняется в среднем 115%, а у предприятий из развитых стран – 149%.

Сравнение мультипликаторов Сибири с аналогами

Финансовые мультипликаторы	EV/Sales 2007	EV/EBIT 2007	P/E 2007	P/BV 2007
Сибирь	0.7	12.8	99.5	40.7
Среднее по аналогам из развитых стран	1.3	18.6	14.9	1.7
Премия/дисконт	-44.9%	-30.8%	569.1%	2312.8%
Среднее по аналогам из развивающихся стран	0.5	8.0	6.6	0.7
Премия/дисконт	51.2%	59.6%	1400.8%	5358.4%
Медиана по росс. аналогам	-0.4	-0.3	5.7	23.1
Премия/дисконт	-25.9%	-14.1%	511.3%	966.2%

Источник: Bloomberg, PTC, данные компаний, расчеты БКС

В таблице выше представлены результаты сравнения Сибири с иностранными аналогами по данным отчетности 2007, в то время как более детальная информация приведена в Приложении. Мы не стали использовать сравнение компаний по прогнозным показателям 2008 года, поскольку этот год не слишком репрезентативен ввиду аномального скачка стоимости нефти в данном периоде. Итоговая средневзвешенная оценка акций в рамках сравнительного метода составила \$3001 за одну обыкновенную акцию, что существенно ниже текущих рыночных котировок. Это означает, что компания Сибирь торгуется с премией к своим аналогам, что подтверждает наш тезис о переоцененности ее акций.

Отметим, что мы не стали корректировать показатели EBIT и чистой прибыли на величину капитализированных затрат. Если бы мы произвели такую коррекцию, оценка стоимости акций оказалась бы существенно ниже.

Оценка по методу дисконтированных денежных потоков

Стоимость акций, выведенная методом DCF, – \$3706 за бумагу

Мы оценили Сибирь также с помощью метода дисконтированных денежных потоков. Справедливая стоимость акций компании составила в рамках данного метода \$3706 за одну обыкновенную акцию. Важнейшие предположения модели представлены ниже.

Стоимость авиационного керосина, по нашим прогнозам, повторит динамику цен на нефть. Доля топлива в структуре затрат компании будет постепенно сокращаться, несмотря на рост пассажиропотока. Издержки на топливо снизятся с 38% всех затрат в 2006 году до 23% – в 2014-м.

По нашим оценкам, требуемая норма дохода на собственный капитал равна 18.4%, ставка заемного капитала – 14%. Долгосрочный уровень долга в структуре капитала – 15%. Ставка средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в результате составила 17.2%. Сравнительно большой размер ставки WACC объясняется повышенными рисками, связанными как с общим бизнесом авиаперевозок в России в целом, так и конкретно с деятельностью авиакомпании Сибирь. Среди таких рисков отметим значительную волатильность чистой прибыли, повышенную уязвимость перевозчиков от роста цен на топливо, низкую степень финансовой прозрачности, чреватую неприятными сюрпризами, незначительную ликвидность акций, а также высокие корпоративные риски.

В наших расчетах мы закладываем уровень ввозных пошлин на импорт иностранных самолетов в размере 10%. Мы предполагаем, что в ближайшие годы ввозные пошлины на импорт самолетов иностранного производства будут снижены с текущего уровня 20% до 10%. Через несколько лет парк самолетов российского производства ожидает массовый вывод из эксплуатации, а

восполнить нехватку авиатехники новыми лайнерами отечественная промышленность, очевидно, будет не в состоянии. Чтобы предотвратить резкое повышение цены на билеты, а также поддержать российских авиаперевозчиков, правительство, по нашему мнению, будет вынуждено пойти по крайней мере на двукратное снижение таможенных пошлин на ввозимую авиатехнику.

Мы предполагаем постепенное снижение дебиторской задолженности в будущем. В настоящее время баланс компании характеризуется относительно высокой долей дебиторской задолженности. Ее величина составляет 27% от годовой выручки, что намного больше, чем у конкурентов за рубежом. К примеру, аналогичный показатель у американских компаний составляет около 5%. Одной из главных причин повышенного значения данного показателя мы считаем долгое время прохождения платежей от продающих авиабилеты дилеров до самой авиакомпании. С течением времени уровень дебиторской задолженности должен снизиться как следствие сокращения сроков прохождения платежей. В наших расчетах мы предполагаем снижение показателя «дебиторская задолженность/выручка» на 40% к 2010 году.

Модель дисконтированных денежных потоков (ДДП)

RAS, \$ млн	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выручка	1.946	1.624	1.606	1.693	1.905	1.836	2.164	2.507	2.570	2.634
EBITDA	53	59	90	165	198	197	239	290	320	348
Амортизация	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
EBIT	43	50	80	156	188	188	229	281	310	339
Капитальные вложения	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Налоговые платежи	-10	-12	-19	-37	-45	-45	-55	-67	-74	-81
Изменения рабочего капитала	-64	-26	104	-58	-51	-49	-49	-62	-67	-62
Амортизация	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Ден. поток (FCFF)	-31	11	165	61	92	94	125	151	169	196
Ставка дисконтирования	1.000	1.172	1.374	1.611	1.889	2.215	2.596	3.044	3.569	4.184
Дисконтированный денежный поток	-31	10	120	38	49	42	48	50	47	47

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка (10-year US bonds)	3.88%
Премия за риск на развитых рынках	4.79%
Премия за страновой риск	1.73%
Премия за высокую долговую нагрузку	4.00%
Премия за корпоративные риски	3.00%
Премия за низкую ликвидность	1.00%
Стоимость собственного капитала	18.40%
Стоимость долга до налогов	14%
Стоимость долга с учетом налогов	10.6%
Долгосрочная доля долга в структуре капитала	15%
WACC	17.20%

Расчет справедливой стоимости компании

Постпрогнозный темп роста, \$ млн	4.50%
Текущая стоимость ден. потоков в постпрогножном периоде, \$ млн	383
Сумма приведенных денежных потоков, \$ млн	419
Чистый долг в конце 2008 г., \$ млн	-423
Стоимость акционерного капитала компании по методу ДДП, \$ млн	380
Выпущенные акции, шт.	102 456
Справедливая стоимость одной акции на конец 2008 г., \$	3705.5

Чувствительность оценки к долгосрочным темпам роста и ставке WACC представлена в нижеследующей таблице, из которой видно, что наша оценка по методу ДДП достаточно чувствительна по отношению к небольшим изменениям указанных параметров.

		WACC				
Постпрогно- зный Темп роста		15.2%	16.2%	17.2%	18.2%	19.2%
	2.5%	4640	3829	3136	2537	2016
	3.5%	4804	3937	3400	2753	2193
	4.5%	5537	4539	3706	3000	2395
	5.5%	6125	4994	4063	3285	2626
	6.5%	6846	5542	4485	3619	2893

Выводы

В результате проведенного анализа мы установили, что справедливая стоимость обыкновенных акций Сибири составляет \$3353. Потенциал снижения котировок до справедливой цены составляет 20%, и мы рекомендуем продавать акции компании. Отметим, что наша оценка полностью учитывает планы предприятия, которые предполагают перевод части авиационной техники в распоряжение S7 Charter. Если компания решит отказаться от перевода авиатехники в пользу S7 Charter, целевая цена акций будет увеличена.

Приложения

Данные для сравнительного анализа: аналоги из развивающихся и развитых стран

Компании	MCAP, \$ млн	EV, \$ млн	EV/S 2007	EV/EBIT 2007	P/E 2007	P/Bv 2007
Сибирь	427.2	879.3	0.7	12.8	99.5	40.7
<i>Развивающиеся страны</i>						
SINGAPORE AIRLINES LTD	13054	10557	1.0	7.6	9.0	1.1
JET AIRWAYS INDIA LTD	1133	2426	1.2	н.д.	83.5	2.2
MALAYSIAN AIRLINE SYSTEM BHD	1709	437	0.1	2.9	6.9	1.4
AIR CHINA LIMITED-H	15332	18627	3.0	32.8	27.6	3.8
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	7774	11050	1.1	11.4	8.6	1.2
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-A	4952	12186	1.7	29.6	20.1	2.8
CHINA EASTERN AIRLINES - H	4920	10264	2.1	183.9	157.6	10.6
SPICEJET LIMITED	191	197	0.7	-12.0	-11.9	4.4
TURK HAVA YOLLARI AO	846	1694	0.5	5.0	3.8	0.6
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	1204	4664	0.8	12.0	6.1	0.6
PAL Holdings Inc	488	1056	0.8	11.9	35.7	15.5
CHINA AIRLINES	2197	6252	1.5	73.8	-28.7	1.2
EVA AIRWAYS CORP	2039	4346	1.4	-66.5	-35.8	1.4
COMAIR LIMITED	120	127	0.4	7.4	7.3	2.2
KNAFAIM HOLDINGS LTD	103	1128	0.6	16.9	4.7	0.3
<i>Взвешенное среднее</i>			1.3	18.6	14.9	1.7
<i>Развитые страны</i>						
AIR NEW ZEALAND	893	994	0.3	3.4	4.7	0.7
AMR CORP	1709	8123	0.4	7.4	3.4	0.6
CONTINENTAL AIRLINES-CLASS B	1369	4102	0.3	5.9	3.0	0.9
BRITISH AIRWAYS PLC	5171	11262	0.7	6.6	4.7	0.8
AIR FRANCE-KLM	7494	13209	0.4	6.8	4.1	0.5
US AIRWAYS GROUP INC	361	1537	0.1	2.8	0.8	0.3
UAL CORP	1041	6445	0.3	6.7	2.6	0.4
DELTA AIR LINES INC	1785	8309	0.4	7.5	4.2	0.2
ALASKA AIR GROUP INC	685	1191	0.3	6.5	5.5	0.7
JETBLUE AIRWAYS CORP	896	3725	1.3	22.8	49.8	0.9
SOUTHWEST AIRLINES CO	10384	9381	1.0	10.7	16.1	1.5
FRONTIER AIRLINES HOLDINGS	11	426	0.3	-36.1	-0.3	0.1
EXPRESSJET HOLDINGS INC	80	84	0.0	-0.7	-1.2	0.3
ALASKA AIR GROUP INC	685	1191	0.3	6.5	5.5	0.7
RYANAIR HOLDINGS PLC	6859	7153	1.9	9.7	12.8	1.7
PINNACLE AIRLINES CORP	108	508	0.6	8.7	3.7	1.9
SKYWEST INC	913	2137	0.6	5.9	5.7	0.7
JAPAN AIRLINES CORP	6057	11374	0.6	21.4	42.2	1.4
<i>Взвешенное среднее</i>			0.5	8.0	6.6	0.7
<i>Премия/дисконт Сибири к развивающимся странам</i>			-44.9%	-30.8%	569.1%	2312.8%
<i>Премия/дисконт Сибири к развитым странам</i>			51.2%	59.6%	1400.8%	5358.4%

Данные для сравнительного анализа: российские аналоги

	МСАР, \$ млн	EV, \$ млн	EV/S 2007	EV/EBIT 2007	P/E 2007	P/BV 2007
<i>Сибирь</i>	427.2	879.3	0.7	12.8	99.5	40.7
<i>Российские аналоги</i>						
Ютэйр	393	866	1.0	15.0	16.3	2.7
Аэрофлот	4331	4392	1.2	6.3	11.5	3.8
Красэйр	165	563	1.0	29.0	456.9	16.5
<i>Медиана</i>			1.0	15.0	16.4	3.9
<i>Премия/дисконт Сибири к росс. аналогам</i>			-28.7%	-14.2%	510.5%	1256.1%

Прогноз бухгалтерской отчетности

Баланс, \$ млн	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Денежные средства и эквиваленты	4	7	23	23	28	41	52	149	308	496	696	929
Краткосрочные финансовые вложения	43	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Запасы	85	123	190	264	317	364	412	460	505	563	626	685
Дебиторская задолженность	195	347	494	403	239	252	284	273	322	373	383	392
Налоги к возмещению	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие оборотные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Текущие активы	326	478	708	691	585	658	749	883	1137	1433	1706	2008
Основные средства	98	95	83	83	83	84	84	84	84	84	84	84
Нематериальные активы и гудвилл	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Долгосрочные фин. вложения	4	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Незавершенное строительство	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Отложенные налоговые активы	0	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Внеоборотные активы	103	126	99	99	99	99	99	99	99	99	100	100
Активы всего	429	603	807	790	684	757	848	983	1236	1533	1806	2107
Краткосрочная задолженность	136	129	127	78	0	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	165	136	280	239	231	233	260	250	293	337	342	347
Налоги к уплате	7	3	9	8	8	8	9	9	11	13	14	16
Прочие текущие обязательства	15	46	54	45	43	44	49	47	55	63	64	65
Краткосрочные обязательства	322	314	471	369	282	285	318	305	358	413	420	428
Долгосрочные займы	99	266	320	389	322	269	175	160	160	160	160	160
Отложенные налоговые обязательства	3	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Долгосрочные обязательства	102	281	335	404	337	284	190	175	175	175	175	175
Итого обязательства	424	594	806	773	619	569	508	480	533	588	595	603
Акционерный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Резервный капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Добавочный капитал	110	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
Прибыль прошлых лет	-105	-108	-115	-100	-52	72	223	385	586	827	1094	1387
Капитал и резервы	5	9	2	17	65	189	340	502	703	944	1211	1504
Итого собственный капитал и обязательства	429	604	807	790	684	757	848	983	1236	1533	1806	2107

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о приб. и убытках, \$ млн	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Выручка	1218	1946	1624	1606	1693	1905	1836	2164	2507	2570	2634
Топливо	-419	-791	-593	-517	-452	-466	-369	-430	-493	-506	-518
Заработная плата	-76	-88	-92	-96	-98	-101	-103	-106	-108	-111	-114
Налоги на заработную плату	-15	-20	-21	-22	-23	-23	-24	-24	-25	-26	-26
Лизинг авиатехники	-46	-108	-123	-156	-183	-245	-296	-365	-431	-414	-397
Энергия	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Амортизация	-10	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Общие и админ. расходы	-131	-164	-137	-135	-142	-160	-154	-182	-211	-216	-222
Прочие опер. доходы (расходы)	-472	-708	-579	-561	-592	-670	-644	-764	-889	-911	-935
Затраты	-1181	-1903	-1574	-1526	-1537	-1717	-1649	-1935	-2227	-2260	-2295
Операционная прибыль	68	43	50	80	156	188	188	229	281	310	339
EBITDA	57	53	59	90	165	198	197	239	290	320	348
Процентные доходы (расходы)	-31	-47	-54	-56	-39	-32	-21	-19	-19	-19	-19
Расходы	-32	-47	-54	-56	-39	-32	-21	-19	-19	-19	-19
Доходы	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль до уплаты налогов	6	-5	-4	24	117	156	167	210	262	291	320
Налог на прибыль	0	0	0	-6	-28	-37	-40	-50	-63	-70	-77
Отложенные налоговые активы/обяз.	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	4	-5	-4	18	89	119	127	160	199	221	243

Отчет о движении ден. средств	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Чистая прибыль	4	-5	-4	18	89	119	127	160	199	221	243
Неденежные статьи	23	24	29	39	46	51	57	63	68	74	82
Амортизация	10	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Отложенные налоговые активы	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Изменения рабочего капитала	-222	-64	-26	104	-58	-51	-49	-49	-62	-67	-62
Запасы	-38	-67	-74	-53	-47	-48	-48	-45	-57	-64	-59
Дебиторская задолженность	-152	-147	91	164	-13	-32	10	-49	-51	-9	-10
Кредиторская задолженность	-29	145	-42	-7	2	27	-10	43	44	5	5
Налоги к уплате	-3	6	-2	0	0	1	0	2	2	1	1
Дивиденды	0	0	0	0	-2	-9	-12	-13	-16	-20	-22
Прочее	31	8	-9	-1	0	5	-2	8	8	1	1
Итого по операц. деятельности	-189	-37	-10	160	75	115	121	169	197	210	242
Капвложения	1	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Реализация основных средств	4	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Финансовые вложения	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	39	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого по инвестиционной деятельности	60	1	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Чистые займы	133	52	20	-145	-53	-94	-15	0	0	0	0
Итого по финансовой деятельности	133	52	20	-145	-53	-94	-15	0	0	0	0
Чистый денежный поток	3	16	0	5	13	11	96	159	188	201	233

Источник: данные компании, оценка БКС

Прогноз парка техники в распоряжении S7 Charter

Прогноз по S7 charter	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A 310-200/300			4	4	4	4	4	4	4	4	4
A 319-100			1	1	1	1	1	1	1	1	1
Boeing 737-400			2	2	2	2	2	2	2	2	2
Boeing 737-500			0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ил-86			5	5	5	5	5	5	5	5	5
Ту-154М			3	3	3	3	0	0	0	0	0
A 320											
Boeing 737-800				10	15	20	20	20	20	20	20
Boeing 787-dreamliner								3	7	7	7
ИТОГО	0	0	15	25	30	35	32	35	39	39	39

Источник: оценка БКС

Аналитический отдел

+7 495 785 5336

Макс Шейн
Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msavno@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Светлана Малова
Ассистент
smalova@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Левченко
Переводчик
ellevchenko@msk.bcs.ru

Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

Евгений Старцев
estartsev@msk.bcs.ru

Ольга Карельская
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Андрей Бычин
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Павел Васев
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
amanaev@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
akletskiy@msk.bcs.ru

Ирина Саченко
isachenko@msk.bcs.ru

Евгений Тупикин
etupikin@msk.bcs.ru

Александр Пименов
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
agubanov@msk.bcs.ru

Александр Микин
amikin@msk.bcs.ru

Павел Полухин
ppoluhin@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Дэн Рапопорт
DanR@bcs.ru

Артем Спасский
aspasskiy@bcs.ru

Олег Байков
obaykov@bcs.ru

Арсен Хачатурянц
arsenK@bcs.ru

Давид Сиракян
davidS@bcs.ru

Генри Карпин
hkarpin@bcs.ru

Дмитрий Воронов
voronov@bcs.ru

Слава Енин
svenin@bcs.ru

Глеб Шапортов
gshaportov@bcs.ru

Марат Юнусов
myunusov@bcs.ru

Руслан Амонов
ramonov@bcs.ru

Ринат Темербеков
rinat@bcs.ru



Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.