



Аэрофлот

Рынок акций
Транспорт
9 октября 2025 г.

Актуализация прогнозов и рекомендации

Вывод

После публикации отчетности за 1П25 мы актуализировали наши прогнозы на 2025–2026 гг., снизив ожидания по скорректированной EBITDA на 4%–18%. Уменьшение маржи, уже на наш взгляд, полностью отражено в котировках: с момента понижения нашей рекомендации 26 марта цена акций снизилась на 25%, что на 13 п. п. хуже динамики индекса Мосбиржи. После пересмотра прогнозов мы понижаем целевую цену AFLT с 90 до 70 руб., но повышаем рейтинг до **ВЫШЕ РЫНКА**. Акции торгуются с мультипликатором EV/EBITDA (2025) в 3.0х, что подразумевает дисконт 29%-40% к зарубежным аналогам. Ожидаемая дивидендная доходность по итогам 2025 г. составляет 10%.

2025–2026 гг.: прогнозы по EBITDA снижены на 4-18%. Мы пересмотрели наши прогнозы на 2025-2026 гг. после публикации финансовых результатов за 1П25. Ожидания по выручке почти не изменились, прогнозы по эффективным затратам на топливо (с учетом обратного акциза и платежей по демпферу) в 2025 г. остались без изменений и выросли на 5% в 2026 г., прочие операционные издержки повышены на 5-20% исходя из фактических данных за 1ПГ25. Обновленный прогноз по скорректированной EBITDA составляет 228 млрд руб. в 2025 г. (-4% г/г) и 198 млрд руб. (-13% г/г) в 2026 г. По скорректированной чистой прибыли новые прогнозы в 41 и 39 млрд руб. соответственно в 2025 и 2026 гг.

Ожидаемая дивидендная доходность в 10% по итогам 2025 г. В 2025 г. группа изменила дивидендную политику и увеличила долю выплат на дивиденды с 25% от скорректированной чистой прибыли по МСФО до 50%. В 2025 г. наши новые ожидания по чистой прибыли транслируются в дивиденд в ~20 млрд руб. или 5.1 руб. на акцию – близко к уровням прошлого года (5.27 руб.), дивидендная доходность - 10%.

Оценка: Целевая цена снижена до 70 руб., но рекомендация повышена до ВЫШЕ РЫНКА. Акции Аэрофлота торгуются с мультипликатором EV/EBITDA (2025П) 3.0х. С момента понижения рейтинга по компании котировки снизились на 27%. Мы полагаем, что рост расходов в первом полугодии и разочарование по рентабельности уже полностью отражены в цене акций, и их текущий уровень не предполагает улучшения обстановки на геополитическом фронте в скором будущем. После снижения целевой цены потенциал роста к текущей составляет 37%, и мы повышаем рекомендацию по AFLT до **ВЫШЕ РЫНКА**.

Факторы, которые могут оказать влияние на котировки.

- **Финансовые результаты за 3К25.** Ожидаем, что результаты третьего квартала будут традиционно сильными, рентабельность EBITDA, скорректированной на неденежные прибыли и убытки прогнозируется на уровне 27%. Надо понимать, однако, что эти ожидания уже заложены в консенсус-прогноз на 2025 г. (216 млрд руб. скорректированная EBITDA и 56 млрд руб. чистая прибыль).

- **Геополитические события.**

В сценарии «статус-кво», на котором сейчас и базируются наши прогнозы финансовых результатов, AFLT RX лишен возможности наращивать пассажиропоток в условиях ограниченных провозных емкостей, но, с другой стороны, этот фактор способствует поддержанию комфортного уровня маржи авиаперевозок, особенно в условиях охлаждения экономической активности. Важный фактор риска – поддержание летной годности парка. В перспективе группе, впрочем, как и отрасли в целом, будет все сложнее и дороже поддерживать летную годность по некоторым ВС, в том числе российским SSJ100 с иностранными комплектующими (78 штук в парке группы Аэрофлот), что может привести к снижению пассажиропотока и росту затрат.

В случае политической дезэскалации и отмены ограничений на закупку и обслуживание ВС и ограничений на полеты в регионы, закрытые для компании сейчас, котировки безусловно отреагируют бурным ростом. Но отмена санкционных ограничений, помимо безусловно позитивных моментов, неминуемо означает постепенное возвращение к традиционной парадигме, характеризующейся высокой конкуренцией и избыточными провозными емкостями, а значит, рискам для маржинальности перевозок.

Тикер	AFLT RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА
Предыдущая	ПО РЫНКУ
Цена закрытия,	51
Целевая цена,	70
Предыдущая	90
Потенциал	37%

Рын. кап., млрд	200
ЗМ ADTV, млн руб.	3566

Структура акционеров	
РФ	73.77%
Квазиказначейские акц.	1.2%
FF	25.0%

Ключевые показатели (млрд руб.)				
	2023	2024	2025П	2026П
скорр. EV/EBITDA, x	3.3	2.9	3.0	3.4
скорр. PE, x	44.9	3.2	5.1	5.3
Выручка	612	857	934	995
Скорр. EBITDA	204	237	228	198
Скорр. NI	5	64	41	39
CAPEX	-99	-92	-209	-120
Чистый долг	630	560	545	508
ЧД/скорр. EBITDA, x	3.1	2.4	2.4	2.6
Рост выручки, %	48%	40%	9%	7%
Рентаб. скорр. EBITDA	33%	28%	24%	20%
DPS, руб.	0.0	0.0	5.3	5.2
DY, %	0%	0%	10%	10%

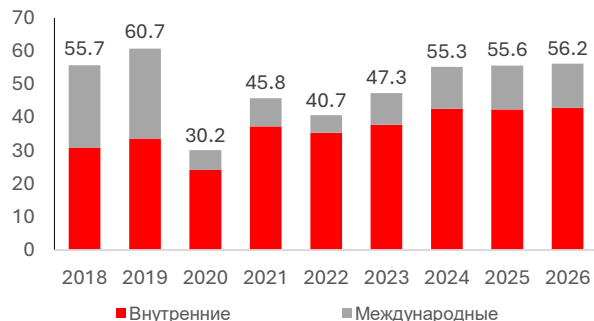
Источник: Аэрофлот, Альфа-Банк



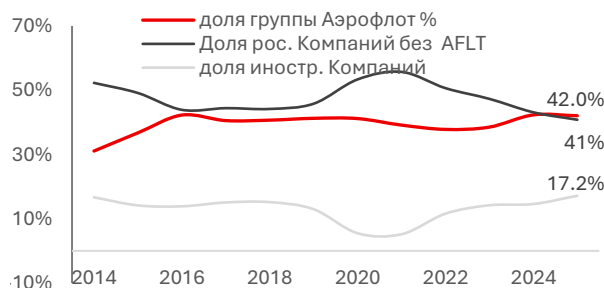
Источники: Investing.com, Альфа-Банк

Аэрофлот: ключевые графики и диаграммы

Стабильный пассажиропоток (млн. PAX) на фоне ограниченного парка и высокой загрузки кресел



Рыночная доля AFLT растет, но медленнее чем доля иностранных перевозчиков



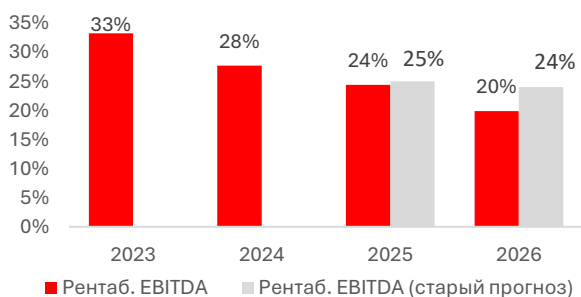
Рост выручки на пассажиро-километр замедляется



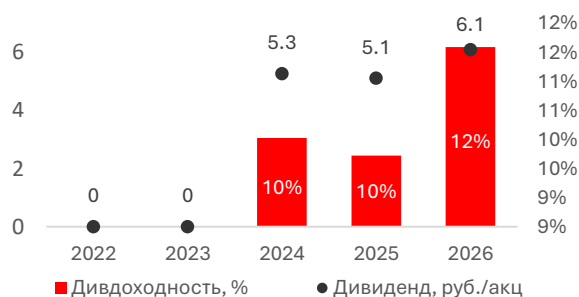
Эволюция затрат на пассажиро-километр, руб.



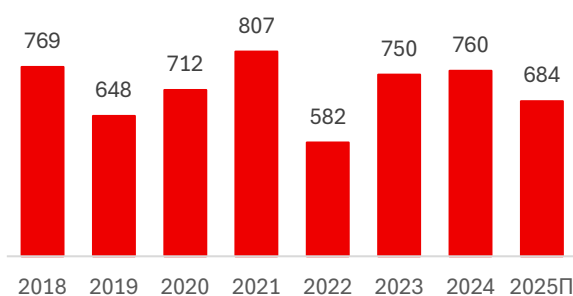
Наши ожидания по рентабельности EBITDA снижены на 1–4 п.п.



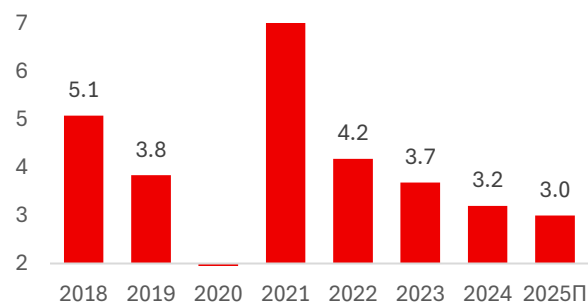
Ожидаем дивиденд в 2025 г на уровне, близком к прошлому году



Эволюция стоимости предприятия (EV, млрд руб.)



Эволюция мультипликатора EV/EBITDA, x



Актуализация прогнозов

Перспективы на 2025 г. Наши ожидания по пассажиропотоку и выручке на кресло-километр в целом остались без изменений, так же как и прогнозы по выручке. Мы понизили наши ожидания по затратам на топливо на 5%, однако вкуче со снижением платежей по демпферу эффективные расходы на топливо не претерпели существенных изменений. Прочие операционные расходы, включая расходы на оплату труда, обслуживание ВС и пассажиров, техническое обслуживание, были пересмотрены в сторону увеличения на 5–15%, в результате ожидания по EBITDA были снижены на 4% до 228 млрд руб., чистой прибыли — до 41 млрд руб.

Перспективы на 2026 г. Мы ожидаем рост выручки на 6.5% до 990 млрд руб. (повышение прогноза на 0.5%). Средняя цена на авиакеросин в 2026 г., заложенная в модели, на уровне 88 тыс. руб. за тонну (текущий уровень – 79.5 тыс. руб.) в комбинации с инфляционным ростом прочих издержек выливается в опережающий рост затрат в 2026 г. и снижение рентабельности EBITDA до 20%.

Ключевые изменения прогнозов и чувствительность EBITDA(2026П) к цене авиакеросина приведены в таблицах ниже.

Операционные показатели

	РАХ, 000 пасс.		РПК, млн. пасс- км		Загрузка кресел, %		Рост пассажиропотока	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Было	56,118	56,680	151,310	152,823	89.1%	88.1%	1.5%	1.0%
Стало	55,628	56,184	153,287	154,820	89.1%	88.1%	0.6%	1.0%
%	-0.9%	-0.9%	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	-0.9 п.п.	0.0 п.п.

Источник: Расчеты Альфа-Банка

Выручка на пассажиро-километр и затраты на топливо

	Выручка на п-км, руб.		Рост выручки на п-км, %		Цена на авиакеросин, 000 руб./т		Затраты на топливо млрд руб.		Демпфер и обр. акциз млрд руб.		Эффективные затраты на топливо	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Было	5.80	6.10	7%	5.6%	87	90	313	332	36	38	278	294
Стало	5.73	6.05	6.2%	5.6%	79	88	297	338	19	28	278	310
%	-0.7%	-0.7%	-0.7 п.п.	0.0 п.п.	-9.2%	-2.3%	-5.3%	1.8%	-46.9%	-25.7%	0.0%	5.3%

Источник: Расчеты Альфа-Банка

Финансовые показатели, млрд руб.

	Выручка		Скорр. EBITDA		Скорр. ЧП		Рентабельность скорр. EBITDA, %	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Было	930.5	990.1	236.6	240.9	64.9	72.2	25%	24%
Стало	933.7	994.8	228.0	197.9	40.1	47.8	24%	20%
%	0.3%	0.5%	-3.6%	-17.8%	-38.1%	-33.8%	-1.0 п.п.	-4.4 п.п.

Источник: Расчеты Альфа-Банка

Чувствительность EBITDA (2026П) к изменению цены на авиакеросин

Цена на авиакеросин, тыс. руб./т	75	80	85	88	90	95	100
EBITDA (2026П), млрд руб.	247	228	209	198	189	171	151
EV/EBITDA 2026П	2.8	3.0	3.3	3.4	3.6	4.0	4.5

Источник: Расчеты Альфа-Банка

Сравнительный анализ AFLT с мировыми аналогами

	Страна	МСАР, \$ млн	EV/EBITDA		PE		Див. доходность (12MT), %
			2025	2026	2025	2026	
Аэрофлот	Россия	2532	3.0	3.4	5.1	5.3	10%
Turk Hava Yollari AO	Турция	10,458	4.2	3.5	3.7	3.3	2.2
Aegean Airlines SA	Греция	1,416	4.0	3.7	7.8	8.0	
China Airlines Ltd	Китай	4,121	3.7	3.9	9.2	11.5	5.1
Cathay Pacific Airways Ltd	Китай	9,018	5.1	5.1	8.2	7.9	7.1
Pegasus Hava Tasimaciligi AS	Турция	2,692	5.6	4.5	4.9	4.8	
InterGlobe Aviation Ltd	Индия	24,434	10.8	9.5	25.4	22.7	
Air Astana JSC	Казахстан	554	2.5		15.6		
Singapore Airlines Ltd	Сингапур	15,921	6.3	6.0	17.6	16.3	3.3
United Airlines Holdings Inc	США	30,526	6.0	5.3	9.0	7.2	
Korean Air Lines Co Ltd	Южная Корея	6,040	4.1	4.3	6.3	6.5	3.3
Finnair Oyj	Финляндия	713	3.5	2.8	20.4	6.9	
Ryanair Holdings PLC	Ирландия	30,548	6.6	6.0	12.1	10.6	1.9
easyJet PLC	Великобритания	4,759	2.1	2.0	7.1	6.3	3.1
Медиана			4.2	4.4	9.0	7.6	3.3
Средняя			5.0	4.7	11.3	9.3	3.7
Дисконт Аэрофлот к медиане			-29%	-23%	-43%	-30%	
Дисконт Аэрофлот к средней			-40%	-28%	-54%	-43%	

Источник: Investing.com, расчеты Альфа-Банка

Финансовая отчетность группы Аэрофлот, млрд руб.

Отчет о прибылях и убытках, млрд. руб.	2022	2023	2024	2025П	2026П
Выручка	413.3	612.2	856.8	933.8	994.8
ОРЕХ исключая ФОТ, амортизацию	-315.7	-411.3	-582.2	-616.2	-693.7
ФОТ	-70.6	-77.4	-99.8	-123.3	-131.3
Амортизация	-126.1	-136.0	-114.0	-120.2	-108.3
Прочие доходы/(расходы)	85.7	194.8	38.8	124.4	28.1
Всего операционные расходы	-426.7	-429.9	-757.2	-735.2	-905.2
Операционная прибыль	-13.4	182.3	99.5	198.6	89.7
Финансовые доходы	140.3	16.0	22.5	55.3	11.9
Финансовые расходы	-63.2	-210.1	-79.8	-50.7	-51.8
Прибыль до налогообложения	-60.0	-11.4	42.2	206.1	52.8
Налог на прибыль	9.6	-2.7	12.8	-41.2	-13.7
Чистая прибыль	-50.4	-14.0	55.0	164.9	39.1
Скорр. EBITDA	139.2	203.6	237.3	228.0	197.9
Скорр. чистая прибыль	-27.9	4.6	64.2	40.5	39.1
Чистый долг	503	630	559	544	508

Отчет о движении денежных средств					
Операционный денежный поток	79.3	177.2	203.8	176.2	204.7
Скорректированная операционная прибыль	13.1	67.6	118.6	107.9	89.7
Амортизация	126.1	136.0	114.0	120.2	108.3
Изменение оборотного капитала	-52.8	-14.7	-11.5	-10.6	20.5
Инвестиционный денежный поток	-21.5	-64.2	-74.9	-187.2	-104.3
Кап. затраты включая затраты на страховое урегулирование	-7.5	-99.5	-91.9	-208.8	-120.0
Проценты полученные	7.3	11.6	18.6	21.0	16.0
Прочие	-21.2	23.6	-1.6	0.0	0.0
Финансовый денежный поток	-89.2	-83.9	-144.1	-2.7	-90.4
Выплата основной суммы долга по аренде	-87.1	-56.8	-63.5	-63.3	-57.1
Выплата процентных платежей по аренде	-20.6	-25.3	-29.4	-22.2	-20.1
Дивиденды	0.0	0.0	0.0	-20.7	-20.3
Изменение долга	-22.8	8.2	-43.9	65.0	15.0
Процентный доход	0.0	0.0	0.0	55.3	11.9
Прочие процентные платежи	-11.3	-9.9	-7.3	-16.7	-19.9

Источник: данные компании, прогнозы Альфа-Банка

**Альфа-Банк Рынок акций**Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)Москва, Россия 107078
795-3712**Начальник управления Акции**
+7 (495) 783 5101Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru**Управление аналитики****Начальник управления**

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612**Макроэкономика**

Наталия Орлова, Ph.D.

norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677**Рынок акций****Стратегия**

Джон Волш

jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)**Металлы и горная добыча**

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889**Нефть и Газ**

Никита Блохин

nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889**Потребительский**

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075**Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение**

Анастасия Егазрян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)**Долговой рынок**

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)**Отраслевая аналитика****Недвижимость**

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)**ИТ**

Дмитрий Протас

dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)**Торговые операции и продажи (Москва)****Продажи**

Александр Зоров

azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)**ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во**

Анна Курбатова

akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075**Финансы**

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев

fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)**Электроэнергетика**

Анастасия Егазрян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)**Недвижимость**

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)**Редактор**

Максим Сухманский

msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)**Спец. по данным/Аналитик**

Денис Дорофеев

didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)**Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам**

Никита Еуров

neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)**Потребительский**

Екатерина Тузикова

etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)**Торговые операции**

Артем Белобров

abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

makaroiviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)**РЕПО**

Олег Морозов

omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.