

Результаты за 2024 г.

8 апреля 2025 года

Тикер	AIRA
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, Т/акция	724
Текущая цена, \$/ГДР	5.62
Целевая цена 12М, Т/акция	1 165
Целевая цена 12М, \$/ГДР	9.32
Ожидаемый потенциал роста	63.4%

Данные по акциям	
Кол-во простых акций, млн шт.	351.9
Доля акций в свобод. обращ. (%)	43.7%
Рыночная капитализация (\$ млрд)	0.49

Основные акционеры	
Самрук - Казына	41.3%
BAE Systems Kazakhstan Limited	17.1%
ЕНПФ	6.6%
СІТІВАНК, (номинальный держатель на 14.03.2024)	23.4%

Финансовые показатели, \$млн	2024Ф	2025П	2026П
Выручка	1 309	1 472	1 657
Расходы	1 179	1 284	1 457
ЕБИТДАР*	362	379	427
Чистая прибыль	53	99	89
Прибыль на акцию, \$	0.15	0.28	0.25
Капитальные затраты	346	418	651
Ден. средства и эквиваленты	489	503	549
Собственный капитал	395	456	526
Чистый долг	401	598	969

* Аналитический показатель, равный объёму прибыли до вычета процентов, налогов, амортизации и затрат на реструктуризацию или аренду

Мультипликаторы	2024Ф	2025П	2026П
P/E (x)	9.4	5.0	5.6
P/B (x)	1.3	1.1	0.9
EV/ЕБИТДА (x)	2.5	2.4	2.1

Фин. коэффициенты	2024Ф	2025П	2026П
Чистый долг/ЕБИТДАР	1.1	1.6	2.3
Долг/Капитал	2.3	2.4	2.9
Ден. ср-ва/Текущие обязательства	1.2	1.0	1.0
Выручка/Ср. деб. задолж.	59.1	60.6	53.3
Выручка/Ср. осн. ср-ва	1.4	1.2	1.1
Операционная маржа	9.9%	12.7%	12.1%
ЕБИТДАР маржа	27.6%	25.7%	25.8%
Чистая маржа	4.0%	6.7%	5.4%
ROA	2.9%	4.8%	3.5%
ROE	13.4%	21.8%	16.9%

Динамика	AIRA
1М	-4.7%
3М	-8.0%
12М	-31.5%
Максимум за 52 недели	10.2
Минимум за 52 недели	5.6

Источник: данные компании; Bloomberg; KASE; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 1. Нормализованная динамика изменения цены JETS¹ и AIRA с момента IPO



Источник: данные компании; Bloomberg; П – Прогноз

Уважаемые клиенты, мы обновили нашу оценку справедливой стоимости акций группы Air Astana с учетом публикации финансовой отчетности эмитента за четвертый квартал и весь 2024 год. Для определения целевой цены была использована пересмотренная финансовая модель, отражающая актуализированные допущения относительно операционных и финансовых показателей Группы, а также динамики рынка авиаперевозок Казахстана. Прогнозные значения операционных и финансовых показателей были сформированы на основе указанных допущений, основанных на нашем анализе и экспертных оценках. Кроме того, мы провели сравнительный анализ фактических результатов Air Astana за 2024 год в сопоставлении с историческими данными. В модели базовой валютой выступает доллар США.

По нашей оценке, справедливая стоимость долевых финансовых инструментов Air Astana составляет \$9.32 за ГДР или 1 165 тенге за акцию, по сравнению с нашей прошлой оценкой в размере \$10.0 за ГДР или 1 175 тенге за акцию соответственно. Мы рекомендуем «Покупать» акции Air Astana с ожидаемым потенциалом роста 63.4%.

Мы пересматриваем нашу целевую цену в сторону понижения, поскольку фактическая доходность от пассажирских перевозок в 2024 году оказалась ниже наших первоначальных ожиданий, что стало основанием для корректировки будущих прогнозных значений выручки.

Поставки воздушных судов в 2025 году превысили наши прогнозы, что создает предпосылки для более динамичного роста провозных мощностей и, соответственно, ускоренного увеличения предельного креслооборота (ASK) и предельного пассажирооборота (RPK) при сохранении коэффициента загрузки на уровне около 80%. Кроме того, сохранение рыночной доли Группы среди казахстанских авиаперевозчиков обусловлено более поздним, чем ожидалось, выходом VietJet Air на рынок.

Дополнительно, обновленный Прогноз социально-экономического развития Казахстана на 2025–2029 годы указывает на ускорение темпов роста ВВП, что позволяет пересмотреть прогноз по динамике пассажиропотока в сторону повышения. В совокупности эти факторы окажут благоприятное влияние на выручку и операционную прибыль компании.

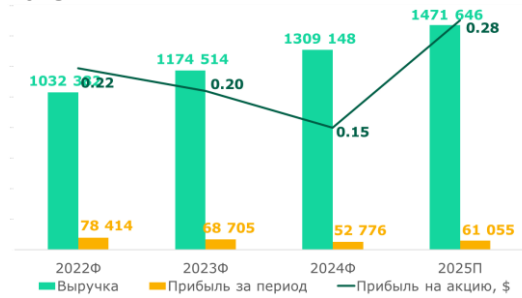
Также мы пересмотрели ставку дисконтирования в сторону снижения, учитывая внесенные корректировки в расчетные параметры.

Ключевые допущения Halyk Finance, использованные в оценке справедливой стоимости:

- Компания выполнит заявленный план по расширению флота до 63 самолетов к концу 2025 года, 80 самолетов к концу 2028 года и 84 самолета к концу 2029 года;

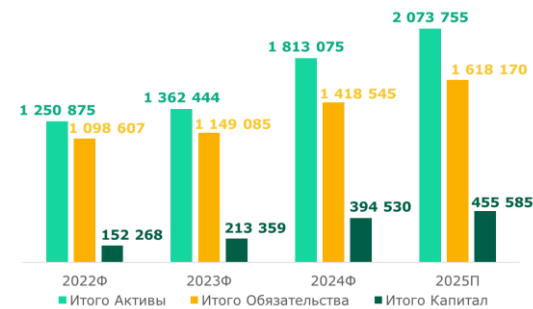
¹ JETS ETF — Американский биржевой фонд, отслеживающий движение акций крупных американских авиаперевозчиков.

Рис 2. Динамика выручки, чистой прибыли (\$ тыс.) и прибыли на акцию (\$): 2022–2025П гг.



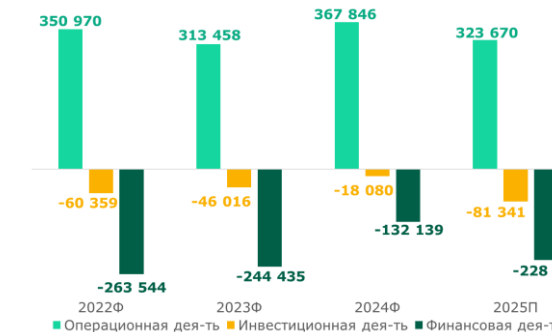
Источник: данные компании; расчеты Haluk Finance; П – Прогноз; Ф – Факт

Рис 3. Динамика активов, обязательств и капитала: 2022–2025П гг. (\$ тыс.)



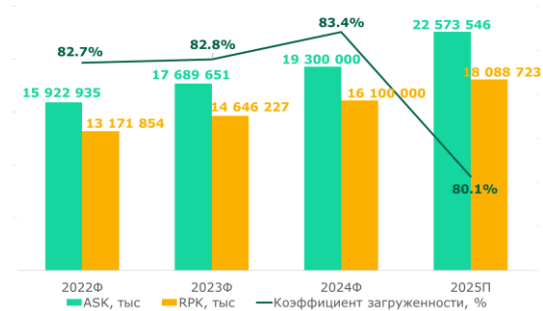
Источник: данные компании; расчеты Haluk Finance; П – Прогноз; Ф – Факт

Рис 4. Динамика CFO, CFF, CFI: 2022–2025П гг. (\$ тыс.)



Источник: данные компании; расчеты Haluk Finance; П – Прогноз; Ф – Факт

Рис 5. Динамика предельного креслооборота (ASK), предельного пассажирооборота (RPK) и коэффициента загрузки: 2022–2025П гг.



Источник: данные компании; расчеты Haluk Finance; П – Прогноз; Ф – Факт

- В среднесрочной перспективе доля Air Astana на рынке международных авиаперевозок Казахстана будет снижаться, однако на внутреннем рынке компании удастся сохранить свои позиции;
- Несмотря на значительное расширение парка, Air Astana сможет поддерживать коэффициент загрузки самолетов на уровне не ниже 80%;
- Пассажиропоток в Казахстане будет расти в соответствии с динамикой реальных доходов населения (ВВП на душу населения);
- В расчетах учтена обновленная дивидендная политика компании, предполагающая коэффициент выплат в размере 30% от чистой прибыли.

Ключевые триггеры роста акций и ГДР Air Astana, по мнению Haluk Finance:

- Увеличение пассажиропотока в Казахстане;
- Расширение доли рынка в среднесрочной перспективе;
- Позитивная динамика роста доходов на креслооборот (RASK), опережающая рост затрат на креслооборот (CASK);
- Увеличение флота Группы при сохранении высокого коэффициента загрузки;
- Рекомендация совета директоров по выплате дивидендов, включая специальные.

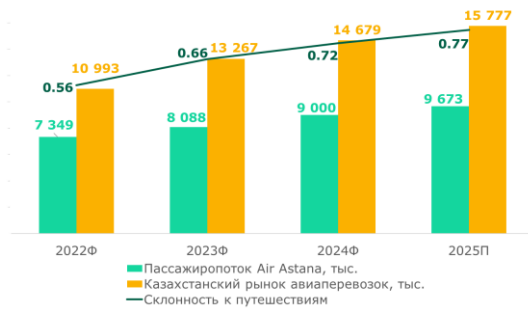
Среди ключевых рисков, которые могут оказывать давление на динамику котировок акций и ГДР Air Astana, мы выделяем:

- Волатильность цен на авиационное топливо, оказывающая значительное влияние на операционные издержки компании;
- Риски, связанные с расширением флота, включая потенциальные сложности в поддержании коэффициента загрузки на оптимальном уровне при значительном увеличении числа самолетов;
- Воздействие внешних факторов, таких как задержки в поставках воздушных судов, нехватка запчастей, вынужденный простой авиапарка, а также инфляционное давление в отрасли авиаперевозок, что может повлиять на рентабельность и финансовые показатели компании;
- Замедление темпов роста экономики Казахстана относительно прогнозных значений может негативно сказаться на платежеспособности населения, динамике пассажиропотока и, соответственно, на выручке компании.

После IPO котировки акций и депозитарных расписок Air Astana снизились примерно на 38%, что было обусловлено сочетанием внешних рыночных факторов и динамики операционных и финансовых показателей компании. Размещение на IPO проходило по цене \$9.50 за ГДР на Лондонской бирже и AIX, а также ~T1 070 за акцию на Казахстанской фондовой бирже и AIX. В течение 2024 года Группа реализовала программу обратного выкупа в объеме 4.6 млн акций и ГДР.

При представлении годового отчета Совет Директоров Air Astana с опережением графика предложил Годовому общему собранию акционеров рассмотреть выплату обыкновенных дивидендов в размере 17.7 тенге на одну простую акцию и 70.9 тенге на одну ГДР (четыре простые акции), а также дополнительных специальных дивидендов в размере 36 тенге на одну простую акцию и 143.9 тенге на одну ГДР. Кроме того, была объявлена

Рис 6. Динамика пассажиропотока Air Astana, казахстанского рынка авиаперевозок и склонности к путешествиям: 2022–2025П гг.



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Бюро национальной статистики РК; П – Прогноз; Ф – Факт

вторая программа обратного выкупа в объеме 1.7 млн акций, включая ГДР.

Флот Air Astana продолжает расширяться и, согласно обновленным прогнозам компании, увеличится с 57 в 2024 году до 84 самолетов к 2029 году. В период с 2023 по 2024 год количество воздушных судов выросло с 49 до 57 единиц в рамках стратегии экспансии, что оказалось ниже наших ожиданий в 59 самолетов к концу года. По заявленным планам компании, Группа рассчитывает довести парк до 63 самолетов к концу 2025 года, а также пересмотрела среднесрочный прогноз, увеличив целевой размер флота до 84 самолетов к 2029 году. К середине марта 2025 года компания уже приблизилась к своей цели, нарастив парк до 60 воздушных судов.

Ранее Air Astana Group объявила о планах поставки 22 воздушных судов в операционный лизинг в период с 2023 по 2026 год. Эти самолеты будут распределены между основной авиакомпанией и ее лоукостером Fly Arystan. В рамках данной программы к концу 2026 года ожидается поступление трех дальнемагистральных Boeing 787-9, что создаст возможности для открытия новых маршрутов в США и на другие дальнемагистральные направления.

Также компания планирует вернуть лизингодателю оставшиеся три самолета Embraer E190-E2 в течение 2025 года. Учитывая своевременные поставки новых воздушных судов, мы обновили нашу модель, предполагая, что флот Air Astana Group достигнет 63 самолета к 2025 году и 84 самолетов к 2029 году. Ранее наш прогноз предусматривал 61 самолет к 2025 году и 83 самолета к 2029 году.

Мы считаем, что заявление менеджмента о расширении флота в 2025 году отражает стремление компании увеличить свою рыночную долю среди казахстанских перевозчиков и удовлетворить растущий спрос на авиаперелеты со стороны казахстанских путешественников. Учитывая планы Группы по увеличению флота до 63 самолетов, что превысило наши первоначальные ожидания, мы пересмотрели прогноз по приросту пассажиропотока Группы, исходя из сохранения стабильной рыночной доли в краткосрочной перспективе, а также поддержания коэффициента загрузки² на уровне около 80% в течение анализируемого периода.

Air Astana продолжает укреплять свои позиции как ключевой игрок в развитии авиасообщения Казахстана. В 2024 году казахстанские авиакомпании перевезли рекордные 14.679 млн пассажиров, что на 10.6% больше по сравнению с 2023 годом (13.267 млн пассажиров), согласно данным Бюро национальной статистики Республики Казахстан. Двухзначные темпы роста пассажирского трафика подтверждают высокий спрос на авиаперевозки в стране.

Air Astana Group удалось опередить средние темпы роста рынка, увеличив пассажиропоток на 11.3% до 9 млн человек в 2024 году. По нашим расчетам, это позволило компании укрепить свои позиции среди казахстанских авиаперевозчиков, нарастив рыночную долю до 61.3% по сравнению с 60.96% годом ранее, что также немного превзошло наши первоначальные ожидания.

В связи с планами компании по приросту флота Fly Arystan, мы ожидаем, что компания постепенно будет забирать долю локального рынка у конкурентов, несмотря на стремление других казахстанских компаний по наращиванию авиапарка. Мы предполагаем, что в ближайшие годы Air Astana не будет испытывать острого конкурентного давления, так как прочие

² **Коэффициент загрузки авиалинии (Load Factor)** — показатель операционной эффективности, отражающий степень заполненности пассажирских мест на рейсах. Он рассчитывается как отношение предельного пассажирооборота (РПК) к предельному креслообороту (ASK).

казахстанские авиаперевозчики не смогут быстро нарастить флот за короткий срок в ответ на продолжающийся рост спроса. Кроме того, трудности с поиском квалифицированных пилотов и отсутствие собственных центров обучения персонала и ремонта самолетов еще больше усложняют прогресс в развитии конкурентов. Однако в среднесрочной перспективе, мы считаем, что конкуренция ужесточится ввиду решения вышеупомянутых проблем локальными игроками, а также усиления присутствия международных перевозчиков, уже имеющих налаженные каналы обучения персонала и крупный флот. В связи с позитивной динамикой рыночной доли среди казахстанских авиаперевозчиков мы пересмотрели свои прогнозы, ожидая сохранения текущей доли рынка Air Astana Group в 2025 году с последующим ее снижением в оставшейся части прогнозного периода.

Экономический рост способствует расширению рынка авиаперевозок Казахстана. Мы рассматриваем рост ВВП на душу населения как индикатор повышения благосостояния населения, что непосредственно влияет на спрос на авиаперевозки. Поскольку данный сектор относится к неэластичным категориям сервисов, зависимым от доходов населения, рост производительности экономики на душу населения будет играть ключевую роль в дальнейшем развитии авиационной отрасли, в частности в увеличении пассажиропотока.

Важно отметить, что представители компании ожидают, что пассажиропоток будет расти быстрее, чем показатель ВВП на душу населения. Опираясь на обновленный Прогноз социально-экономического развития Казахстана на 2025–2029 годы, мы пересмотрели наши ожидания по динамике пассажиропотока. Согласно прогнозу, реальный рост ВВП в 2025 году составит 5.6%, а среднегодовой темп роста ВВП за пятилетний период ожидается на уровне 5.4%. При этом, учитывая обновленный прогноз ВВП Министерства, мы заложили более консервативные оценки в нашу модель.

Операционные показатели Группы продолжают демонстрировать уверенный рост. В 2024 году предельный креслооборот³ (ASK) составил 19.3 млрд, увеличившись на 9% по сравнению с 2023 годом. Основной вклад в этот рост внес бюджетный перевозчик Fly Arystan, у которого показатель ASK увеличился на 13.5% благодаря расширению парка самолетов. В то же время креслооборот Air Astana вырос на 7.2%.

Предельный пассажирооборот⁴ (RPK) Группы в 2024 году достиг 16.1 млрд, что на 10.1% больше по сравнению с предыдущим годом. Особенно высокие темпы роста пассажирооборота были зафиксированы у Fly Arystan (+13%), тогда как показатель Air Astana увеличился на 10%. Опережающий рост RPK относительно ASK привел к увеличению коэффициента загрузки с 82.8% в 2023 году до 83.5%, что несколько превысило наши прогнозные оценки.

На наш взгляд, несмотря на значительное расширение авиапарка, Air Astana сможет поддерживать коэффициент загрузки в районе 80% на протяжении прогнозного периода. Достижение данного уровня, по нашей оценке, будет обусловлено сочетанием умеренного снижения интенсивности использования воздушных судов и продолжением роста рынка авиаперевозок в Казахстане.

Выручка группы Air Astana продолжает демонстрировать устойчивый рост. В 2024 году доходы крупнейшего

³ **Предельный креслооборот (ASK - Available Seat Kilometers)** — показатель, используемый в авиационной отрасли для измерения провозной емкости авиакомпании. Он рассчитывается как произведение количества кресел, доступных для пассажиров, на расстояние, которое они пролетели.

⁴ **Предельный пассажирооборот (RPK - Revenue Passenger Kilometers)** — показатель, используемый в авиационной отрасли для измерения объема перевозок пассажиров авиакомпаний. Он рассчитывается как произведение количества перевезенных пассажиров на расстояние, которое они пролетели.

авиаперевозчика Казахстана увеличились на 11.5% год к году, достигнув \$1309.1 млн. Выручка от пассажирских авиаперевозок возросла до \$1246 млн (+6.1%) благодаря росту предельного пассажирооборота (RPK), а также увеличению общего пассажиропотока в стране.

Мы пересмотрели прогноз темпов роста выручки в сторону замедления по сравнению с предыдущей оценкой, учитывая более низкий уровень доходности от пассажирских перевозок⁵, чем ожидалось ранее. Тем не менее, мы считаем, что выручка компании продолжит увеличиваться, чему будут способствовать рост пассажиропотока в Казахстане, а также расширение присутствия на высокомаржинальных направлениях, включая Юго-Восточную Азию, Ближний Восток, Индию и Китай, наряду с развитием внутренних авиаперевозок.

Средний скорректированный⁶ доход на кресло-километр (RASK)⁷ группы также показал положительную динамику, увеличившись до 6.75 центов США, что на 2.6% выше по сравнению с 2023 годом. Особенно заметное ускорение роста данного показателя наблюдалось в четвертом квартале, когда он увеличился на 6.7% год к году, достигнув 6.53 цента США. Существенный вклад в этот рост внес Fly Arystan: скорректированный RASK бюджетного перевозчика вырос на 26.8% в четвертом квартале по сравнению с аналогичным периодом 2023 года и на 7.7% в годовом выражении. Это объясняется стремительным увеличением выручки лоукостера, что подтверждает эффективность его бизнес-модели.

С увеличением авиапарка растут расходы компании. В 2024 году операционные затраты Air Astana возросли на 13.5% год к году, достигнув \$1179.1 млн, что оказалось слегка ниже наших прогнозов. Расходы на реактивное топливо составили \$305.2 млн, увеличившись на 9.3% год к году. В результате себестоимость топлива на один пассажиро-километр⁸ (CASK топливо) в 2024 году сохранилась на уровне 1.58 цента США. Данный показатель оказался ниже наших ожиданий, что обусловило пересмотр прогноза по топливным расходам в сторону более умеренного роста.

Затраты на персонал и экипаж составили \$226.7 млн, что на 17% выше, чем в 2023 году, что обусловлено ростом заработных плат. Амортизационные отчисления увеличились до \$189.2 млн (+17.0%) в связи с расширением флота. Существенное влияние на расходы оказали затраты на консалтинговые услуги, связанные с проведением IPO, которые составили \$8.4 млн.

В результате средняя скорректированная⁶ себестоимость на один пассажиро-километр (CASK)⁹ увеличилась на 2.7% год к году и

⁵ **Пассажирская доходность (Passanger Yield)** – показатель доходности авиакомпании, отражающий средний доход, полученный с каждого перевезенного пассажира за один платный пассажиро-километр (RPK). Показатель измеряется в центрах США на пассажиро-километр и используется для оценки эффективности ценообразования авиаперевозчика, а также его способности генерировать доход от пассажирских перевозок.

⁶ **Скорректированный показатель (Adjusted)** — вычитает влияние единоразовых доходов и расходов компании за период для более корректного сравнения двух периодов. Среди прочих компания выделяет: *чистые расходы, связанные с IPO, в размере \$0.9 млн в 4 квартале 2023 года / \$1.5 млн в 4 квартале 2024 года; \$1.8 млн за 2023 год / \$12.9 млн за 2024 год. Выручка от увеличения числа пассажиров, вызванного частичной мобилизацией в России, составила \$0.9 млн в 4 квартале 2023 года / \$11.0 млн за 2023 год. Таким образом коррективка RASK составила \$4.2 млн в 4 квартале 2024 года и за весь 2024 год. Пожертвования в связи с наводнением в Казахстане составили \$2.7 млн за 2024 год.*

⁷ **Средний доход на кресло-километр (RASK - Revenue per Available Seat Kilometer)** — показатель, используемый авиакомпаниями для оценки доходности операций. RASK рассчитывается как отношение операционного дохода авиакомпании к предельному креслообороту (ASK).

⁸ **Себестоимость топлива на один пассажиро-километр (CASK Fuel – Cost of Fuel per Available Seat Kilometer)** — экономический показатель, который отражает затраты на топливо для транспортного средства на единицу расстояния, пройденную одним пассажиром. Он рассчитывается как доля стоимости топлива, потребленного транспортным средством на определенную дистанцию, разделенная на количество перевезенных пассажиров и на расстояние, которое они преодолели.

⁹ **Себестоимость на один пассажиро-километр (CASK - Cost per Available Seat Kilometer)** — показатель эффективности в авиационной отрасли, который отражает операционные расходы авиакомпании на единицу провозной емкости. CASK рассчитывается как отношение операционных расходов авиакомпании к предельному креслообороту (ASK).

достигла \$6.12 цента. Мы ожидаем, что в дальнейшем расходы будут расти пропорционально расширению флота, при этом значительное влияние на динамику затрат окажут цены на топливо, рост зарплат и амортизация новых воздушных судов.

Операционная прибыль Air Astana Group за 2024 год составила \$130 млн, что на 4% ниже показателя за аналогичный период прошлого года. Основной причиной снижения рентабельности стало опережающее увеличение расходов на фоне инфляционного давления в отрасли, что привело к снижению операционной маржи с 11.6% до 9.9%, несмотря на рост выручки.

Чистая прибыль Группы за 2024 год сократилась на 23% год к году, составив \$52.7 млн, что привело к снижению маржи чистой прибыли с 5.8% до 4%. Это, в свою очередь, отразилось на прибыли на акцию (EPS), которая снизилась до \$15 центов по сравнению с \$23 центами годом ранее (-33%).

Модель оценки. Для оценки справедливой стоимости долевых финансовых инструментов Air Astana мы применили «модель дисконтирования денежных потоков фирме» (Discounted Cash Flow – Free Cash Flow for Firm, DCF – FCFF).

Модель DCF – FCFF построена на основе наших прогнозов производственных и финансовых показателей эмитента на 2025–2031 годы. При этом мы учитываем, что фактические значения некоторых параметров могут существенно отклоняться от прогнозируемых нами значений под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Кроме того, часть показателей была спрогнозирована на основе субъективных оценочных суждений.

В частности, компания не раскрывает с достаточной детализацией информацию о стоимости самолетов, сроках аренды каждого воздушного судна, размере арендных платежей и применяемых ставках дисконтирования для расчета финансовых расходов по лизингу. Для оценки этих параметров мы использовали информацию из открытых источников по аналогичным кейсам, а также применяли экстраполяцию и субъективные допущения. Несмотря на это, мы считаем, что наши прогнозы и модель оценки на их основе являются достаточно точными и могут быть использованы для принятия инвестиционных решений.

Мы пересмотрели параметры расчета стоимости акционерного капитала (CAPM) и средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Ставка дисконтирования для расчета целевой цены акции была снижена вследствие уменьшения доходности 10-летних облигаций США (безрисковой ставки), а также сокращения риск-премии по акциям Казахстана, рассчитанной Damodaran.

В то же время премия за ликвидность была увеличена в связи с низкими объемами торгов на Лондонской бирже. Дополнительно рост бездолговой беты для авиационной отрасли, рассчитанной Damodaran, частично компенсировал снижение ставки дисконтирования.

В результате показатель CAPM снизился с 14% до 13.6%, что привело к уменьшению WACC с 9.6% до 9.4%. Кроме того, прогнозный курс доллара к тенге был пересмотрен и повышен с 470 до 500 единиц.

По нашей оценке, справедливая стоимость долевых финансовых инструментов Air Astana составляет \$9.32 за ГДР или 1 165 тенге за акцию, по сравнению с нашей прошлой оценкой в размере \$10.0 за ГДР или 1 175 тенге за акцию соответственно. Мы рекомендуем «Покупать» акции Air Astana с ожидаемым потенциалом роста 63.4%.

Краткое описание модели – в Приложении 2.

Указанная цена \$9.32 примерно соответствует значению мультипликатора EV/EBITDA 2025 – 2.4 (отношение расчетной стоимости компании к прогнозируемому значению показателя EBITDA за 2025 год) и мультипликатора P/E 2025 – 5.0 (отношение расчетной цены за ГДР к прогнозируемому значению показателя прибыли на ГДР за 2025 год).

Значения рыночных мультипликаторов приведены в Приложении 1 и лицевой таблице в начале текста.

Таблица 1. Отчет о прибылях и убытках

\$тыс.	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Пассажирские перевозки	715 794	998 120	1 143 596	1 246 044	39%	15%	9%
Груз и почта	33 570	22 124	22 519	26 303	-34%	2%	17%
Прочие доходы	7 846	12 138	8 399	11 785	55%	-31%	40%
Прибыль от продажи с обратной арендой	4 628	-	-	25 016	-	-	-
Всего выручка и прочие доходы	761 838	1 032 382	1 174 514	1 309 148	36%	14%	11%
Топливо	(136 558)	(231 884)	(279 172)	(305 183)	70%	20%	9%
Расходы на персонал и экипаж	(116 265)	(148 907)	(193 067)	(226 659)	28%	30%	17%
Износ и амортизация	(120 832)	(135 178)	(162 011)	(189 171)	12%	20%	17%
Аэропортовое обслуживание и навигация	(70 097)	(84 933)	(105 727)	(120 485)	21%	24%	14%
Обслуживание пассажиров	(60 894)	(80 321)	(101 136)	(118 677)	32%	26%	17%
Инженерно - техническое обслуживание	(94 582)	(125 891)	(108 180)	(117 874)	33%	-14%	9%
Расходы по реализации	(25 075)	(33 254)	(40 431)	(44 180)	33%	22%	9%
Страхование	(8 050)	(8 317)	(10 981)	(12 801)	3%	32%	17%
Консультационные, юридические и профессиональные услуги	(3 392)	(4 258)	(5 729)	(8 412)	26%	35%	47%
Информационные технологии	(4 575)	(5 743)	(6 538)	(6 831)	26%	14%	4%
Расходы по аренде воздушных судов	(3 662)	(3 893)	(2 217)	(5 216)	6%	-43%	135%
Расходы по имуществу и офису	(2 641)	(2 483)	(3 865)	(4 675)	-6%	56%	21%
Прочее	(13 042)	(18 605)	(19 479)	(18 978)	43%	5%	-3%
Всего операционные расходы	(659 665)	(883 667)	(1 038 533)	(1 179 142)	34%	18%	14%
Операционная прибыль	102 173	148 715	135 981	130 006	46%	-9%	-4%
<i>Операционная маржинальность</i>	13.4%	14.4%	11.6%	9.9%			
Финансовые доходы	2 405	6 995	14 806	22 079	191%	112%	49%
Финансовые расходы	(47 066)	(39 254)	(49 892)	(64 656)	-17%	27%	30%
Убыток от курсовой разницы, нетто	(12 522)	(15 065)	(13 803)	(20 743)	20%	-8%	50%
Прибыль до налогообложения	44 990	101 391	87 092	66 686	125%	-14%	-23%
Расход по подоходному налогу	(8 831)	(22 977)	(18 387)	(13 910)	160%	-20%	-24%
Прибыль за период	36 159	78 414	68 705	52 776	117%	-12%	-23%
<i>Маржинальность прибыли</i>	4.7%	7.6%	5.8%	4.0%			
Прибыль на акцию, \$	0.118	0.256	0.225	0.151	117%	-12%	-33%

Источник: данные компании

Таблица 2. Отчет о финансовом положении

\$тыс.	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Итого Активы	1 102 193	1 250 875	1 362 444	1 813 075	13.5%	8.9%	33.1%
Итого Обязательства	1 038 219	1 098 607	1 149 085	1 418 545	5.8%	4.6%	23.4%
Итого Капитал	63 974	152 268	213 359	394 530	138.0%	40.1%	84.9%

Источник: данные компании

Таблица 3. Отчет о движении денежных средств

\$тыс.	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Операционная дея-ть	277 037	350 970	313 458	367 846	26.7%	-10.7%	17.4%
Инвестиционная дея-ть	(13 054)	(60 359)	(46 016)	(18 080)	362.4%	-23.8%	-60.7%
Финансовая дея-ть	(237 130)	(263 544)	(244 435)	(132 139)	11.1%	-7.3%	-45.9%

Источник: данные компании

Приложение 1. Сравнение мультипликаторов по текущим рыночным ценам

Название компании	Тикер	Капитализация, \$млрд	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	Марж. EBITDAR	Марж. EBIT	Марж. Чист. прир.	Див. Дох-ть	ROE	ROA	Кэф. Загруж-ти, млрд	RPK/М, млрд	ASK/М, млрд	RASK/М, цент США	CASK/М, цент США (без топлива)	Топливо на цент США
Air Astana	AIRA	0.49	9.4	1.3	0.7	2.5	28%	10%	4%	4.3%	13.4%	2.9%	83%	16.1	19.3	6.75	4.44	1.58
Delta Air Lines	DAL US	24.1	6.5	1.6	0.4	4.6	15%	10%	6%	1.6%	26.2%	4.6%	85%	246.1	0.3	17.65	15.64	3.66
United Airlines Holdings	UAL US	19.3	5.6	1.5	0.3	4.4	15%	9%	6%	N/A	28.6%	4.3%	83%	258.5	0.3	16.66	12.93	3.78
American Airlines	AAL US	6.4	5.0	Her.	0.1	5.5	12%	5%	2%	N/A	Her.	1.4%	85%	248.8	0.3	16.93	13.71	3.90
Alaska Airlines	ALK US	5.4	9.0	1.2	0.5	4.9	16%	5%	3%	N/A	9.3%	2.3%	84%	63.9	0.1	15.41	11.37	3.29
Southwest Airlines	LUV US	14.9	27.9	1.5	0.6	6.4	8%	1%	2%	2.8%	4.4%	1.3%	80%	142.5	0.2	14.09	11.95	3.28
JetBlue	JBLU US	1.4	Her.	0.5	0.2	80.1	1%	Her.	Her.	N/A	Her.	Her.	83%	55.0	0.1	13.04	11.53	3.55

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

Приложение 2. Расчет справедливой стоимости (FCFF)

млн \$	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П
Выручка	1 472	1 657	1 810	1 971	2 116	2 198	2 282
EBIT	187	200	216	216	233	216	243
EBITDAR	379	427	474	502	541	538	571
FCFF	79	109	120	107	107	83	74
WACC	9.4%						

Свободные денежные потоки (PV)	79	100	100	82	75	53	43	
Сумма денежных потоков (PV)	531							
Долгосрочные темпы роста (%)	3.0%			Cost of Equity				13.6%
12М целевая цена (USD/ГДР)	9.32			Cost of Debt				7.5%
12М целевая цена (KZT/акция)	1 165			Доля собственного капитала				0.45
Текущая цена (USD/ГДР)	5.62			Доля заемного финансирования				0.55
Текущая цена (KZT/акция)	724			Beta				1.10
Потенциал роста/(снижения)	63.4%			Премия за ликвидность				2.0%
Рекомендация	Покупать							

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

Приложение 3. Таблица чувствительности стоимости

\$	Долгосрочный рост				
	1%	2%	3%	4%	5%
WACC 7.8%	9.62	11.07	13.12	16.24	21.58
8.8%	8.09	9.12	10.50	12.46	15.44
9.4%	7.34	8.20	9.32	10.86	13.09
9.8%	6.90	7.66	8.65	9.97	11.84
10.8%	5.95	6.53	7.25	8.19	9.46

Источник: расчеты Halyk Finance

© 2025 г. АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg**HLFN****Refinitiv**

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance