

Инвестиционная идея по еврооблигациям UAL 4.625'29

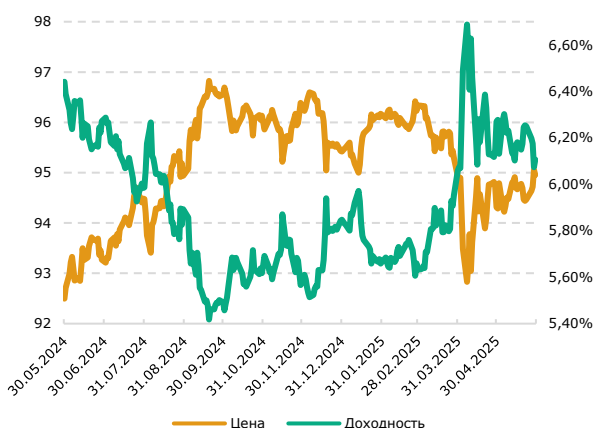
04 июня 2025 г.

Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	United Airlines Inc.
Тикер еврооблигаций	UAL
Страна риска	США
Сектор	Авиакомпания
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Ba1 / BBB- / BBB-
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность за период держания (годовых)	6.6%
Выпуск	UAL 4.625'29
ISIN	USU9094LAD02
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	4.625%
Доходность к погашению	6.01%
Доходность к худшему	6.01%
G-Spread	215 бп
Текущая цена	95.28%
Дата погашения	15.04.2029
Объем в обращении	\$2 000 млн
Минимальный лот	\$2 тыс

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	1кв2025 LTM
Выручка	53 717	57 063	57 737
EBITDAR	7 768	8 844	9 422
маржа EBITDAR, %	14.5%	15.5%	16.3%
Активы	71 104	74 083	76 111
Обязательства	61 780	61 408	63 495
Капитал	9 324	12 675	12 616
CFO	6 911	9 445	10 307
CFI	(6 106)	(2 651)	(5 554)
CFE	(1 892)	(4 182)	(3 701)

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

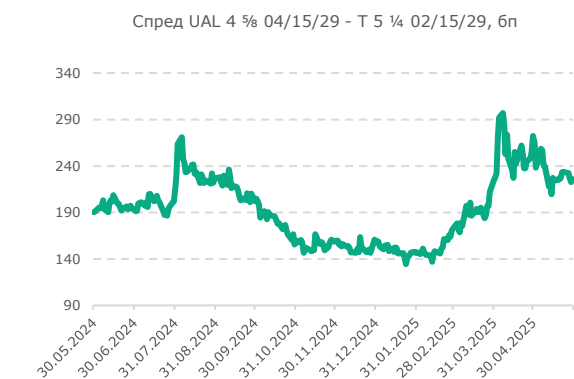
Представляем вашему вниманию еврооблигации одной из крупнейших авиакомпаний в мире (Топ-3 в США) — United Airlines, с погашением в 2029 году. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 5.90%-6.12% годовых, что подразумевает премию в 80-100 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам сопоставимой авиакомпании Delta (DAL 3.75'29, BBB-). Корпоративные рейтинги United Airlines в настоящее время находятся на уровне Ba2/BB/BB от Moody's/S&P/Fitch с прогнозами Позитивный/Стабильный/Позитивный. Компания продолжает последовательное проактивное улучшение кредитных метрик в рамках цели повышения кредитного рейтинга до уровня инвестиционного (IG). Мы видим потенциал для дальнейшего повышения с учетом позитивного прогноза от Moody's и Fitch (BB+ до конца 2025 г.). По мере повышения общего корпоративного рейтинга, выпуск облигаций UAL 4.625'29, имеющий рейтинг выше корпоративного ввиду обеспечения портфелем международных маршрутов, слотов и гейтов авиакомпании, также должен переоцениться вверх от текущего уровня Ba1/BBB-/BBB-, что приведет к дальнейшему сжатию спреда по выпуску и повышению цены облигации. Компания сохраняет высокий уровень ликвидности на балансе - около \$18.3 млрд (~27% годовой выручки), что служит хеджем против негативных макро-шоков. Ликвидности на балансе достаточно для погашения долгов до конца 2028 года. Несмотря на возросшую макроэкономическую неопределенность в США и замедление спроса на авиаперевозки, мы ожидаем, что финансовое положение компании останется устойчивым благодаря прочным рыночным позициям и высокой лояльности клиентов компании. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску UAL 4.625'29 с ожидаемой доходностью за период держания 6.6%¹ годовых.**

О компании

United Airlines Inc. (далее «United», «UAL» «Компания») является одной из крупнейших авиакомпаний в мире,

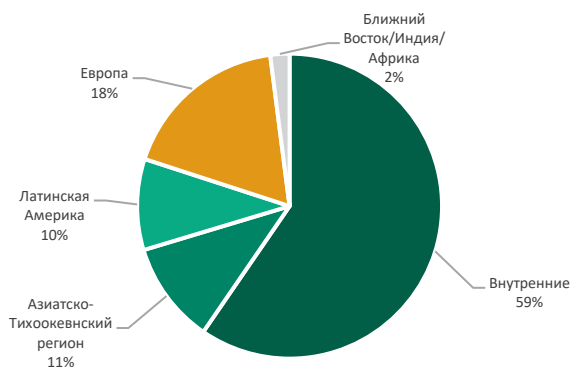
¹ Доходность в годовом выражении при условии реинвестирования купонов и продаже бумаги в конце инвестиционного периода по цене 99.37% от номинала. Прогнозируемое изменение цены основано на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 3.76% и (2) сужение G-spread до 165 бп

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Распределение выручки за 2024 г. по сегментам



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

входит в «большую тройку» американских авиакомпаний (наряду с Delta Air Lines и American Airlines). Обслуживает глобальную маршрутную сеть из около 380 направлений в Северной Америке, Азиатско-Тихоокеанском регионе, Европе, Латинской Америке, Африке и на Ближнем Востоке. Штаб-квартира компании расположена в Чикаго, а магистральная модель оперирования (hub-and-spoke model²) основана на сети хабов в 8 крупнейших аэропортах США (Чикаго О'Хара, Хьюстон, Ньюарк, Сан-Франциско, Денвер, Лос-Анджелес, Вашингтон Даллес и Гуам), откуда выполняются дальнемагистральные международные рейсы. Основная бизнес-модель компании — это комплексные (full-service) авиаперевозки, предполагающие широкий выбор классов обслуживания (от базового эконома до премиум-бизнеса) и широкий спектр сопутствующих пассажирских услуг. Воздушный флот United — крупнейший в мире по количеству магистральных самолётов и насчитывает более 1000 активных лайнеров, в том числе большой парк широкофюзеляжных дальнемагистральных самолётов, что делает United лидером среди североамериканских перевозчиков по международной сети. В дополнение к основной сети United организует региональные рейсы под брендом United Express (выполняются партнёрскими авиакомпаниями), соединяя мелкие города с хабами, обеспечивая приток пассажиров на международные маршруты авиакомпании. United также является одним из основателей Star Alliance — крупнейшего авиационного альянса в мире, что позволяет значительно расширить глобальное присутствие за счёт код-шеринговых соглашений³ и партнёрской сети. United Airlines Inc. является основной дочерней компанией United Airlines Holdings Inc., холдинговой компании, которая торгуется на бирже Nasdaq под тикером UAL, на май 2025 года рыночная капитализация составляет около \$24 млрд. Основные акционеры — институциональные инвесторы, крупнейшими акционерами являются: Vanguard Group (~12–14%), Primecap (~10%), BlackRock (~6%).

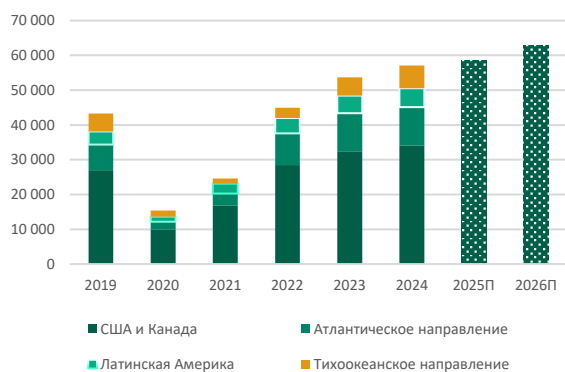
Операционная деятельность

- *Пассажирские перевозки* (магистральные и региональные) — основной вид деятельности United, охватывающий регулярные пассажирские перевозки как на собственных рейсах, так и на рейсах партнёров. Магистральные перевозки осуществляются на самолётах самой United и

² Магистральная модель оперирования (hub-and-spoke model) — это модель организации авиаперевозок, при которой авиакомпания строит свою маршрутную сеть вокруг ключевых узловых аэропортов (хабов). Хаб — это крупный аэропорт, куда сходятся рейсы со многих других, более мелких направлений (так называемые "спицы" — spokes). Из хаба пассажиры пересекаются на дальнемагистральные или региональные рейсы в другие города. Вместо прямых рейсов между каждым возможным городом, компания сосредотачивает трафик через несколько крупных центров.

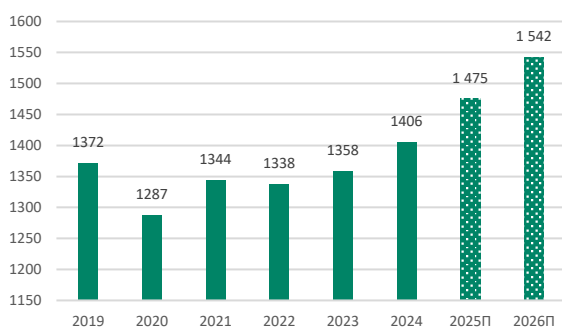
³ Код-шеринговое соглашение — это соглашение между двумя или более авиакомпаниями, в рамках которого они совместно продают места на одном и том же рейсе, выполняемом одной из сторон. Как это работает: Один перевозчик фактически выполняет рейс (перевозит пассажиров, предоставляет экипаж и самолёт) — он называется оператором рейса. Другой перевозчик присваивает этому же рейсу свой код (номер рейса) и продаёт билеты на него как на собственный рейс — он называется маркетинговым партнёром.

Рисунок 4. Распределение выручки по сегментам, \$ млн



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 5. Размер флота, шт



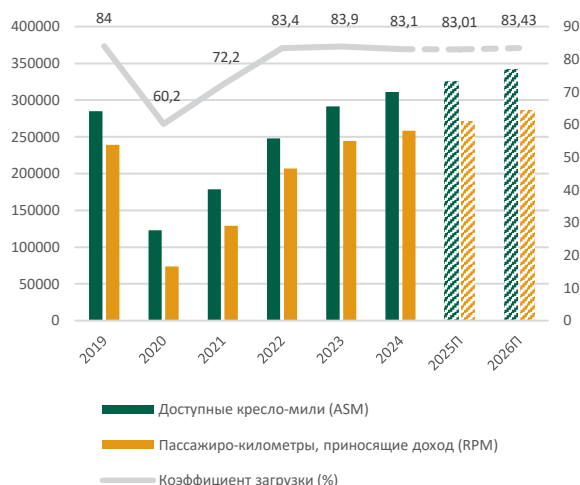
Источник: Данные компании, Bloomberg

охватывают все международные и внутренние дальние маршруты. Региональные перевозки осуществляются под брендом United Express партнёрскими авиакомпаниями на небольших воздушных судах. В 2024 г. пассажирские перевозки принесли \$51.8 млрд, что составило 90.8% от общей выручки.

- **Грузовые перевозки** – United предоставляет услуги по перевозке грузов и почты, используя грузовые отсеки пассажирских самолётов. Отдельных грузовых самолётов у United нет. Сегмент включает регулярные, чартерные и мультимодальные (наземные) грузовые перевозки. Выручка от грузов составила \$1.74 млрд в 2024 г. (3.1% от общей выручки).
- **Программа лояльности MileagePlus** – MileagePlus предлагает участникам программы бонусные мили за полёты с United, партнёрами по Star Alliance и другими авиакомпаниями, а также за покупки у партнёров: банки, отели, аренда авто и др. United продаёт мили этим партнёрам, генерируя стабильный высокомаржинальный доход. В 2024 г. было использовано около 9.2 млн премиальных билетов, что составило ~9% от общего пассажирооборота.
- **Обслуживание и поддержка сторонних клиентов** – United предоставляет услуги MRO («Maintenance, repair and operations» – техническое обслуживание, ремонт и капитальные проверки), обучение пилотов, обработку рейсов других компаний, продажу вспомогательных товаров и услуг, а также цифровые решения. Сюда включены и нефинансовые списания миль (товары, подарки, бронирования и т. д.).
- **Венчурные инвестиции и устойчивое развитие** – Через United Airlines Ventures (UAV) компания инвестирует в стартапы и технологии: устойчивое топливо (SAF), eVTOL, сверхзвуковые самолёты, улавливание углерода. В 2024 г. United стала первой авиакомпанией, начавшей использовать SAF в ORD и заключившей соглашения с двумя поставщиками. Также был создан фонд Sustainable Flight Fund.

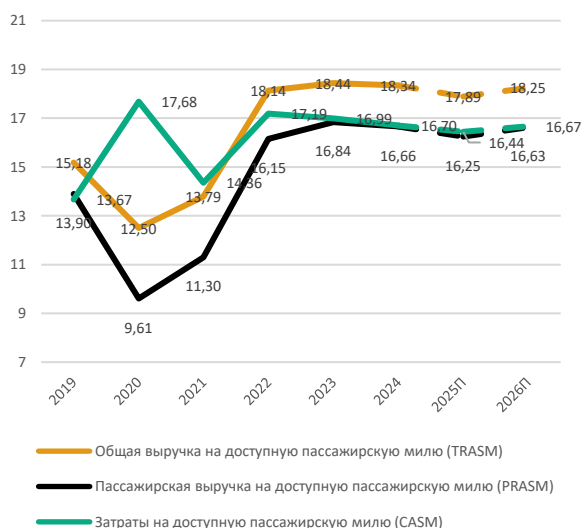
United реализовывает стратегию United Next (см. подробнее ниже) по наращиванию премиальных перевозок и парка самолётов: в 1кв2025 г. перевозчик ввёл в строй 1000-й основной самолёт, также увеличив количество премиальных кресел на 7% г/г. План по флоту United на 2025 г. предполагает чистое увеличение на 36 самолётов основного парка в 2025 г.: включая 7 лайнеров Boeing серии 787, 27 самолётов семейства 737 Max и 22 самолёта Airbus A321neo/XLR при выбытии 20 самолётов

Рисунок 6. Показатели мощностей и загрузки



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 7. Показатели операционной эффективности, центов



Источник: Данные компании, Bloomberg

Airbus A319/A320. В региональном сегменте ожидается чистое пополнение парка на 4 новых 50-местных самолёта. Ожидается, что общее количество воздушных судов в основном флоте сохранится на уровне 1 054, а региональный флот – на уровне 428 единиц в 2025 г.

О выпуске

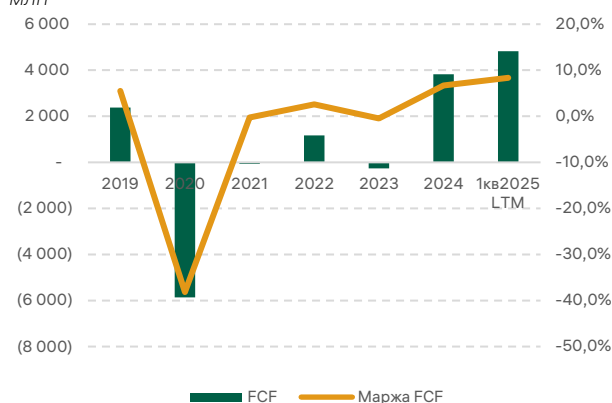
Выпуск UAL 4.625'29 является старшим обеспеченным долговым обязательством United Airlines, Inc., которая в свою очередь является дочерней компанией United Airlines Holdings, Inc., и все её обязательства полностью гарантированы материнской компанией. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: в любое время до 15 октября 2028 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной большому из: (1) 100% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, используя конвенцию подсчёта дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить выпуск по цене сильно выше от номинала. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 15 октября 2028 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

Облигации обеспечены: i) всеми маршрутами, на которые United получила разрешения от Министерства транспорта США (DOT) для осуществления регулярных рейсов между любым международным аэропортом, расположенным в США, и любым международным аэропортом, расположенным за пределами США (за исключением Кубы); ii) правами United на практически все слоты для взлёта и посадки в иностранных и внутренних аэропортах, включая аэропорты JFK, LGA и DCA (с учётом определённых исключений); iii) правами United на использование или аренду площадей в терминалах аэропортов.

«United Next» - масштабный трансформационный план United

Стратегия United под названием «United Next», запущенная в 2021 году, представляет собой масштабный трансформационный план, направленный на модернизацию флота, расширение премиальных и международных направлений, улучшение клиентского опыта и повышение операционной эффективности. В её основе лежит крупнейшее обновление парка в истории компании: заказано более 500 новых самолётов (включая Boeing 737 MAX, 787 Dreamliner и Airbus A321XLR), при

Рисунок 8. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF, \$ млн



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

этом списываются устаревшие и менее эффективные модели, такие как 757, 767 и одноклассовые региональные самолёты. Это позволяет United снижать затраты, топливное потребление и уровень выбросов. Один из ключевых элементов стратегии — активное развитие премиального и международного сегментов. United расширила свои трансатлантические и тихоокеанские маршруты, опережая конкурентов по росту премиальной выручки (+9% в г/г в 1 кв 2025 г.), а также модернизировала бизнес-залы Polaris и интерьеры салонов, установив кресла-кровати и высокоскоростной Wi-Fi от Starlink. Компания также улучшила цифровые сервисы и программы лояльности для повышения доходов от высокомаржинальных клиентов. Рентабельность и операционные показатели заметно улучшились. Бронирования остаются стабильными, особенно в премиум-классе (+17% в г/г в 1 кв 2025 г.) и международном сегменте (+5% в г/г в 1 кв 2025 г.), что подтверждает устойчивость стратегии. Эта стратегия уже позволила компании сократить отставание от Delta по рентабельности и укрепить конкурентные позиции. United Next показала свою эффективность и формирует устойчивую основу для долгосрочного роста, стабильных денежных потоков и потенциального повышения кредитного рейтинга. United становится структурно сильной авиакомпанией, способной превосходить рынок как в стабильных, так и в сложных экономических условиях за счет повышения лояльности клиентов.

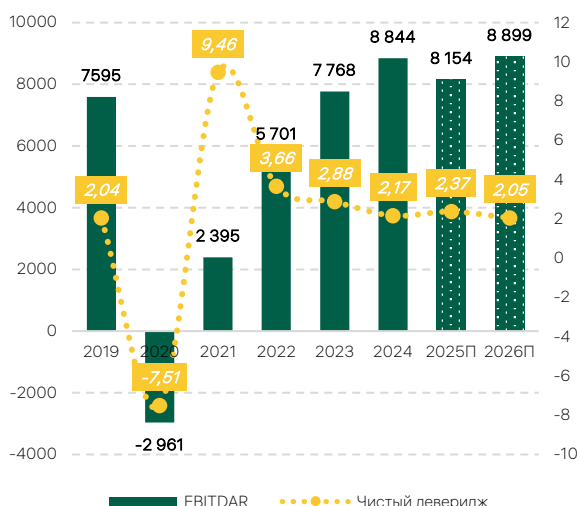
Сильная операционная эффективность и рост прибыли в первом квартале 2025 г. несмотря на сохраняющееся макроэкономическое давление

По итогам 1 кв 2025 г. United Airlines показала лучшие финансовые результаты за последние пять лет, несмотря на сохраняющееся давление со стороны макроэкономической среды. Авиакомпания продемонстрировала устойчивый рост по всем основным направлениям выручки, общая выручка увеличилась на 5.4% г/г и составила \$13.2 млрд, пассажирская выручка: \$11.9 млрд (+4.8% г/г), грузовая выручка: \$429 млн (+9.7% г/г), прочая выручка (включая лояльность): \$923 млн (+10.5% г/г). United перевезла 40.8 млн пассажиров (+3.8% г/г). Доход от продаж билетов в премиальные классы вырос на 9.2% г/г, доход от бизнес-класса увеличился на 7.4% г/г, а выручка от билетов по тарифу Basic Economy — на 7.6% г/г. Совокупная выручка на единицу доступной кресло-мили (TRASM⁴) оказалась на уровне 17.58 центов (17.50 центов в 1 кв 2024 г., +0.5% г/г), при этом совокупные мощности ASM⁵ выросли на 4.9%

⁴ RASM (Revenue per Available Seat Mile) - выручка на доступное кресло-милю и является одним из ключевых показателей эффективности авиакомпаний. RASM = Совокупная операционная выручка / Доступные кресло-миль (ASM), где операционная выручка включает доходы от пассажирских перевозок, грузоперевозок и дополнительные источники (например, сборы за багаж). Доступные кресло-миль (ASM) — это произведение общего количества доступных пассажирских мест и расстояния, пройденного самолётом (в милях).

⁵ ASM (Available Seat Miles) — это стандартный показатель, который отражает ёмкость авиакомпании по перевозке пассажиров. Available Seat Miles (ASM) = Количество доступных кресел × Количество пройденных миль

Рисунок 9. EBITDAR, \$ млн и долговая нагрузка



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 10. Операционные расходы за 2024 г. в разрезе категорий, %



Источник: Данные компании

г/г, коэффициент загрузки составил 79.2%, снизившись на 0.90 пп, при этом средняя загрузка международных рейсов выросла до 77.8% (+1.8 пп), несмотря на небольшое снижение загрузки на внутренних маршрутах (80.3% в 1кв2025 г. против 83.7% в 1кв2024 г.). Международный сегмент сохранил сильные позиции (выручка сегмента выросла на 6.4% г/г): доход на доступную кресло-милю (RASM) на атлантических маршрутах (Европа, Ближний Восток/Индия/Африка) вырос на 4.7% г/г, а на тихоокеанских — на 8.5% г/г по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Дополнительные источники дохода, такие как грузоперевозки и программа лояльности, также показали высокую устойчивость, увеличившись на 9.7% г/г и 9.4% г/г соответственно. EBITDAR вырос на 71.6% г/г до \$1.39 млрд, при этом маржа EBITDAR составила 10.5% (против 6.4% годом ранее). Существенное улучшение маржинальности стало результатом снижения операционных затрат, в частности, топливных затрат (-8.6% г/г) благодаря удешевлению авиатоплива (средняя цена \$2.53/галлон, -12.2% г/г). Показатель себестоимости CASM⁶ снизился на 3.4% г/г до 16.77 центов за ASM, несмотря на рост заработных плат (+5.7% г/г) и арендных расходов (+8.6% г/г), при этом CASM е-топливо вырос всего на 0.3%. Чистая прибыль за 1кв2025 г. составила \$387 млн (против (\$124) млн за 1кв2024 г.). Операционный денежный поток (OCF) за 3мес2025 г. составил \$3.7 млрд (против \$2.8 млрд за 3мес2024 г., +5.7% г/г). Свободный денежный поток (FCF) составил \$2.3 млрд, что почти вдвое выше уровня 1кв2024 г. (\$1.5 млрд), на фоне высокой операционной прибыли и контроля над капитальными затратами.

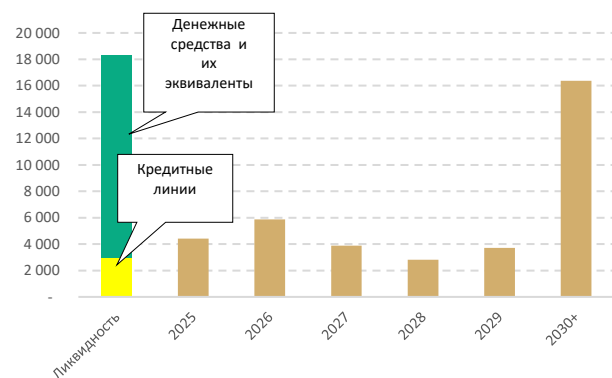
Медианный прогноз по выручке United согласно консенсус-прогнозу от Bloomberg на 2025 г. составляет \$58.6 млрд (+2.8% г/г), 2026 г. – \$62.8 млрд (+7.1% г/г), по EBITDAR на 2025 г. – \$8.154 млрд (-7.8% г/г), 2026 г. – \$8.899 млрд (+9.1% г/г).

Последовательное улучшение кредитных метрик в рамках цели перехода на инвестиционный рейтинг и высокий уровень ликвидности как хедж против негативных макро-шоков

На конец 1кв2025 г. объем валового долга составил \$32.9 млрд, а чистый долг находился на уровне \$17.6 млрд. Ликвидность насчитывала около \$18.3 млрд (~27% годовой выручки), которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$15.3 млрд и открытых кредитных линий в размере \$3.0 млрд, на \$900 млн выше по сравнению с предыдущим кварталом. Рост обусловлен в основном формированием сильного свободного

⁶ CASM (Cost per Available Seat Mile) — это ключевой показатель в авиационной отрасли, отражающий затраты авиакомпании на одну кресло-милю и применяемый для оценки эффективности затрат. CASM = Операционные расходы/Доступные кресло-мили (ASM).

Рисунок 11. Ликвидность и график погашения, \$ млн



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

денежного потока (FCF) в размере около \$2.5 млрд за 1кв2025 г. Рост денежных средств был частично компенсирован погашением долга на \$1.0 млрд и обратным выкупом акций на \$349 млн в течение квартала, в результате чего, кредитные метрики улучшились за 1кв2025 г. Долговая нагрузка, выраженная как соотношение чистого долга к EBITDAR, составляет 1.87x (против 2.17x на конец 2024 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDAR – 14.49x (против 13.08x на конец 2024 г.), то есть леверидж и способность обслуживания долга компании находятся на комфортном уровне, показывая последовательную тенденцию к улучшению с кризисного 2020 года. United имеет комфортный график погашения (см. рис 11). Ликвидности на балансе достаточно для погашения долгов до конца 2028 года. Корпоративные рейтинги в настоящее время находятся на уровне Ba2 / BB / BB от Moody's / S&P / Fitch с прогнозами Позитивный / Стабильный / Позитивный. В течение 1кв2025 г. Fitch повысило рейтинг United до BB с сохранением позитивного прогноза. Ожидается, что United завершит год с рейтингом BB+ по всем рейтинговым агентствам, если компания и в дальнейшем продолжит проактивное управление балансом. United полностью изменил свой подход к распределению свободного денежного потока (FCF) после кризисного 2020 г., когда началась пандемия Covid-19. В допандемийный период – 2017-2019 гг. компания выплачивала акционерам существенную долю FCF в виде байбеков (от 40% до 60%). В 2020 и 2021 г. выручка компании упала на 65% и 43% соответственно по сравнению с допандемийным 2019 г., в результате чего компания была вынуждена нарастить долговые обязательства, так, чистый долг вырос с \$15.5 млрд в 2019 г. до \$22.6 млрд в 2021 г., а чистый леверидж подскочил с 2.04x в 2019 г. до 9.46x в 2021 г (см. рис. 9). Компания приостановила выкуп акций с 2020 г., направляя все свободные денежные средства на погашение долга, в результате чего чистый леверидж нормализовался до уровня 2.17x на конец 2024 г. Компания возобновила выплаты акционерам в виде байбеков в 3кв2024 г. Несмотря на довольно существенный уровень байбеков в 1 и 2 кв 2025 г. (на момент публикации данного отчета – \$451 млн с начала года), все байбеки, по заявлениям руководства, финансируются, исключительно за счёт свободного денежного потока (FCF), а не за счёт привлечения долга. Цель компании по чистому левериджу <2.0x и получению инвестиционного рейтинга остаётся в силе.

Рейтинговые агентства об United Airlines

Moody's

Рейтинг Ba2 (прогноз: «позитивный»). В январе 2025 г. Moody's пересмотрело прогноз по United Airlines Inc. со «стабильного» на «позитивный». Позитивный прогноз

отражает ожидаемое улучшение показателей: соотношение валовый долг/EBITDA снизится ниже 3.5x в 2025 г. Moody's ожидает, что совокупный свободный денежный поток United превысит \$3.5 млрд в 2025–2026 гг., что позволит продолжить снижение долговой нагрузки до менее чем 3.0x к 2026 г. Рейтинги поддержаны сильным международным спросом, акцентом на премиальные продукты и дисциплинированным ростом мощностей. В 2024 г. United показала одну из самых высоких операционных марж среди американских авиакомпаний (~10%). Компания обладает крупнейшей международной маршрутной сетью и обширной программой лояльности. Уровень ликвидности оценивается как очень высокий: по итогам 2025 г. ожидается более \$13 млрд доступной ликвидности после погашения долгов на ~\$3 млрд. Кредитная линия на \$2.965 млрд полностью доступна, и свободный денежный поток в 2025 г., по прогнозам, приблизится к \$2 млрд. Рейтинг может быть повышен при устойчивой EBITDA-марже выше 18%, снижении долговой нагрузки к 3.0x и росте показателя покрытия процентных расходов (FFO+процентные расходы/процентные расходы) до 6.0x. Потенциальное понижение возможно при ухудшении этих метрик, росте долга или снижении доступной ликвидности ниже \$10 млрд.

Fitch

Рейтинг BB (прогноз: «позитивный»). В марте 2025 г. агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг United Airlines с «BB-» до «BB» и присвоило позитивный прогноз, ввиду улучшения кредитных метрик, включая сокращение долга на \$3 млрд в 2024 г., высокую ликвидность и более высокий, чем ожидалось, свободный денежный поток (FCF). Долговая нагрузка к EBITDAR снизилась до 3.7x, а чистый левверидж — до 2.1x; в дальнейшем ожидается снижение валового леввериджа к уровню 3.0x. Устойчивые операционные показатели United, значительный уровень ликвидности (\$14.5 млрд на конец 2024 г.) и модернизация флота в рамках программы «United Next» способствуют укреплению рыночных позиций и рентабельности компании. Среди рисков — реализация капитальных расходов и инфляционное давление на затраты. Fitch ожидает продолжения положительного FCF, стабильности маржи и устойчивого тренда на снижение долговой нагрузки, что может привести к дальнейшему повышению рейтинга.

S&P Global

Рейтинг BB (прогноз: «стабильный»). В ноябре 2024 г. агентство S&P Global Ratings повысило рейтинг United Airlines Holdings Inc. с «BB-» до «BB» с прогнозом «стабильный», отражая улучшение финансового профиля компании за счёт положительного свободного денежного потока, направленного на сокращение долга. United также объявила о снижении целевого уровня долговой нагрузки,

что свидетельствует о приверженности укреплению баланса. Рост выручки и маржи поддерживается стабильным спросом на авиаперевозки, акцентом на премиум-продукты и международные направления, а также развитием программы лояльности MileagePlus. United остаётся лидером среди американских авиакомпаний по доле выручки от международных перевозок. Прогноз «стабильный» отражает ожидания умеренного роста прибыли и сохранения соотношения FFO/долг около 30% в 2025 г. Негативное давление на рейтинг может возникнуть при снижении спроса, росте затрат или увеличении долга вследствие дефицита свободного денежного потока.

Риски:

- ухудшение ситуации на рынке авиаперевозок в связи с рецессией или другими негативными макро-шоками;
- высокий уровень байбеков может привести к ослаблению кредитного качества;
- значительные задержки поставок со стороны производителей самолетов, которые могут помешать реализации планов по росту.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3мес2024	3мес2025
Выручка	43 259	15 355	24 634	44 955	53 717	57 063	12 539	13 213
Рост выручки (г/г)	4.7%	-64.5%	60.4%	82.5%	19.5%	6.2%	9.7%	5.4%
Пассажирская выручка	39 625	11 805	20 197	40 032	49 046	51 829	11 313	11 860
Рост пассажирской выручки (г/г)	5.1%	-70.2%	71.1%	98.2%	22.5%	5.7%	10.1%	4.8%
Выручка от грузоперевозки	1179	1 648	2 349	2 171	1 495	1 743	391	429
Рост груз. выручки (г/г)	-4.7%	39.8%	42.5%	-7.6%	-31.1%	16.6%	-1.8%	9.7%
Прочая выручка	2455	1 902	2 088	2 752	3 176	3 491	835	923
Рост прочей выручки (г/г)	4.0%	-22.5%	9.8%	31.8%	15.4%	9.9%	10.3%	10.5%
Валовая прибыль	14 782	(2 471)	3 265	13 186	18 001	19 529	3 475	4 083
Валовая маржа%	34.2%	-16.1%	13.3%	29.3%	33.5%	34.2%	27.7%	30.9%
EBITDAR	7 595	(2 961)	2 395	5 701	7 768	8 844	807	1 385
Рост EBITDAR (г/г)	15.6%	-139.0%	180.9%	138.0%	36.3%	13.9%	31.9%	71.6%
EBITDAR маржа%	17.6%	-19.3%	9.7%	12.7%	14.5%	15.5%	6.4%	10.5%
Процентные доходы (расходы), нетто	(513)	(942)	(1 541)	(1 375)	(947)	(676)	(216)	(144)
Рост процентных доходов (расходов) (г/г)	1.8%	83.6%	63.6%	(10.8%)	(31.1%)	(28.6%)	(177.7%)	(33.3%)
Опер. денежный поток	6 909	(4 133)	2 040	5 992	6 911	9 445	2 848	3 710
Рост операционного денежного потока (г/г)	12.1%	-159.8%	149.4%	193.7%	15.3%	36.7%	-9.4%	30.3%
Капитальные расходы	(4 528)	(1 727)	(2 107)	(4 819)	(7 171)	(5 615)	(1 366)	(1 233)
Рост капитальных расходов (г/г)	11.3%	(61.9%)	22.0%	128.7%	48.8%	(21.7%)	(25.9%)	(9.7%)
Своб. денежный поток	2 381	(5 860)	(67)	1 173	(260)	3 830	1 482	2 477
Рост свободного денежного потока (г/г)	13.7%	-346.1%	98.9%	1850.7%	-122.2%	1573.1%	14.1%	67.1%
Дивиденды и обратный выкуп акций	(1 645)	(353)	-	-	-	(162)	-	(349)
Чистая прибыль	3 009	(7 069)	(1 964)	737	2 618	3 149	(124)	387
Рост чистой прибыли (г/г)	41.3%	-334.9%	-72.2%	-137.5%	255.2%	20.3%	-36.1%	412.1%
Валовый долг	20 450	33 909	41 063	37 300	36 739	33 633	34 844	32 925
Рост валового долга (г/г)	3.4%	65.8%	21.1%	(9.2%)	(1.5%)	(8.5%)	(6.3%)	(5.5%)
Денежные ср-ва и эквиваленты	4 944	11 683	18 406	16 414	14 388	14 475	13 992	15 330
Рост денежных ср-в (г/г)	191.9%	136.3%	57.5%	-10.8%	-12.3%	0.6%	-18.4%	9.6%
Чистый долг	15 506	22 226	22 657	20 886	22 351	19 158	20 852	17 595
Рост чистого долга (г/г)	(14.3%)	43.3%	1.9%	(7.8%)	7.0%	(14.3%)	4.1%	(15.6%)
Собственный капитал	11 531	5 960	5 029	6 896	9 324	12 675	9 188	12 616
Рост собственного капитала (г/г)	15%	-48%	-16%	37%	35%	36%	38%	37%
Операционные показатели								
Доступные кресло-мили (ASM)	284 999	122 804	178 684	247 858	291 333	311 185	71 668	75 155
Коэффициент загрузки (%)	84.0	60.2	72.2	83.4	83.9	83.1	80.1	79.2
Пассажиро-километры, приносящие доход (RPM)	239 360	73 883	128 979	206 791	244 435	258 503	57 427	59 517
Перевезённые пассажиры	162 443	57 761	104 082	144 300	164 927	173 603	39 325	40 806
Общая выручка на доступную пассажирскую милю (TRASM)	15.2	12.5	13.8	18.1	18.4	18.3	17.5	17.6
Пассажирская выручка на доступную пассажирскую милю (PRASM)	13.9	9.6	11.3	16.2	16.8	16.7	15.8	15.8
Затраты на доступную пассажирскую милю (CASM)	13.7	17.7	14.4	17.2	17.0	16.7	17.4	16.8
Затраты на доступную пассажирскую милю без учёта топлива	10.5	15.1	11.1	11.9	12.7	12.9	13.2	13.2
Топливные затраты на доступную пассажирскую милю	3.1	2.6	3.2	5.3	4.3	3.8	4.1	3.6
Цена топлива за галлон	2.09	1.57	2.11	3.63	3.01	2.65	2.88	2.53
Грузовые тонно-мили	3 329	2 711	3 285	3 041	3 159	3 604	852	889
Фактический размер парка	1 372	1 287	1 344	1 338	1 358	1 406	1 366	1 442
Средний тариф на пассажира	243.9	204.4	194.0	277.4	297.4	298.5	287.7	290.6
Показатели долговой нагрузки								
OCF / Процентные расходы, ТТМ (x)	13.47	(4.39)	1.32	4.36	7.30	13.97	7.48	17.07
EBITDAR / Процентные расходы, ТТМ (x)	14.81	(3.14)	1.55	4.15	8.20	13.08	8.05	14.49
Валовый долг / EBITDAR, ТТМ (x)	2.69	(11.45)	17.15	6.54	4.73	3.80	4.89	3.49
Чистый долг / EBITDAR, ТТМ (x)	2.04	(7.51)	9.46	3.66	2.88	2.17	2.93	1.87
График погашения долга и запас ликвидности								
Погашение долга, \$млн	4 415	5 877	3 883	2 827	3 723	16 379		
Запас ликвидности на конец 1 кв2025, \$млн	18 295							
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	15 330							
Кредитные линии, \$млн	2 965							

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «HalykFinance» (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 «HalykFinance».

© 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
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance