

## Инвестиционная идея по облигациям LTMC17.875'30

14 октября 2025 г.

Бондарец Данил  
[d.bondarets@halykfinance.kz](mailto:d.bondarets@halykfinance.kz)

Основные сведения	
Компания	LATAM Airlines Group SA
Тикер еврооблигаций	LTMC1
Страна риска	Чили
Сектор	Авиакомпании
Кредитные рейтинги (M/S/F) <sup>1</sup>	Ba2 St./BBB- St./BB+ Pos.
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать на 1 год</b>
<b>Ожидаемая доходность за период держания (годовых)</b>	<b>8.71%</b>
Выпуск	LTMC17.875'30
ISIN	USP62138AB13
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Secured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	7.875%
Доходность к погашению	7.05%
Доходность к худшему	6.70%
G-Spread	345 бп
Текущая цена	103.142%
Дата погашения	15.04.2030
Объем в обращении	\$1 400 млн
Минимальный лот	\$2 000

### Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации LATAM Airlines Group SA – крупнейшего оператора авиаперевозок в Латинской Америке. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 6.94%–7.16% годовых (YTW 6.54%–6.86%), что подразумевает премию в 181 бп к выпускам мировых авиалиний с кредитным рейтингом в диапазоне от BB до BBB-. Повышенная доходность отражает не только страновой риск, но и наследие процедуры банкротства 2020–2022 гг., когда LATAM добровольно инициировала процедуру банкротства Chapter 11<sup>4</sup> для реструктуризации баланса в условиях беспрецедентного падения пассажиропотока во время пандемии COVID-19. Однако мы считаем, что пессимизм инвесторов относительно данного эмитента является излишним. Если обратиться к причинам банкротства, то можно увидеть, что это решение не было следствием структурных проблем или управленческих просчётов, а стратегической мерой, позволившей компании централизованно согласовать условия с кредиторами, сократить долговую нагрузку более чем на треть и оптимизировать издержки. По состоянию на конец первой половины 2025 года левверидж компании находится на рекордно низком уровне, доступная ликвидность превышает четверть от годовой выручки, а процентные расходы в 2024–2025 гг. были успешно сокращены более чем на \$150 млн в год за счёт рефинансирования долга, выпущенного после выхода из банкротства, по более низким купонным ставкам. Фундаментальный спрос в Латинской Америке остаётся высоким благодаря росту среднего класса и расширению доступности авиаперевозок, что позволяет компании наращивать выручку и EBITDAR двузначными темпами при сохранении операционной маржи на уровне 25–26%. Это сочетание сильных операционных и финансовых показателей делает текущую премию по бумагам избыточной, а облигации – привлекательной возможностью для инвесторов. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 1 год» по выпуску LTMC17.875'30 с ожидаемой доходностью за период держания 8.71%<sup>5</sup> годовых.**

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	6M2025 LTM
Выручка	11 789	13 034	13 372
EBITDAR	2 376	2 993	3 464
Чистая прибыль	582	977	1 170
Активы	14 667	15 253	16 605
Обязательства	14 229	14 542	15 701
Капитал	438	711	904
CFO <sup>2</sup>	1 768	2 507	2 734
CFI	(758)	(1 288)	(1 824)
CFF	(556)	(847)	(708)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

<sup>1</sup> Moody's/S&P Global/Fitch

<sup>2</sup> Компания признаёт выплаты и доходы по процентам в финансовых и инвестиционных денежных потоках соответственно. Для сопоставимости с нашими предыдущими отчётами, они вычтены в OCF

<sup>4</sup> Chapter 11 – процедура банкротства в США, предусматривающая реорганизацию компании под судебным контролем с возможностью продолжения её операционной деятельности и реструктуризации долгов.

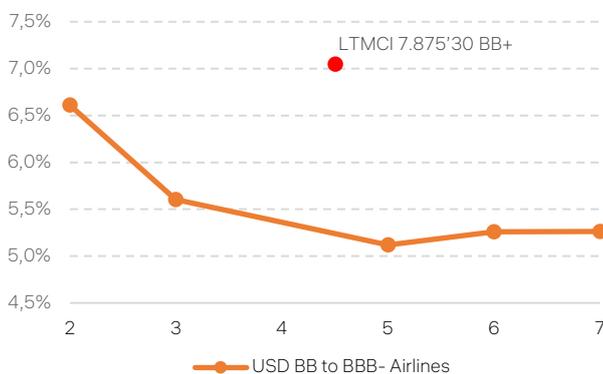
<sup>5</sup> Доходность в годовом выражении при реинвестировании купонов и продаже бумаги в конце рекомендуемого 2-ух летнего периода держания по цене 103.58% от номинала. Прогнозируемая цена основана на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 3.6% и (2) сужение G-spread до 295 бп

Рисунок 2. G-Spread облигации



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходностей аналогичных выпусков



Источник: Bloomberg

### О выпуске

Выпуск LTMCI 7.875'30 является обеспеченным долговым обязательством LATAM Airlines Group SA. В качестве обеспечения выступает пакет активов, разделённый на две категории: постоянное обеспечение (программа лояльности, интеллектуальная собственность и бренды), которое сохраняется на весь срок обращения выпуска, и дополнительное обеспечение (грузовой бизнес и слоты в аэропортах JFK (Нью-Йорк) и Heathrow (Лондон)), которое может быть исключено из состава обеспечения при выполнении определённых условий, включая сохранение коэффициента покрытия активами (выраженного как соотношение стоимости обеспечения к сумме обеспеченного долга) выше 1.6x. Купонная ставка по данному выпуску составляет 7.875% с полугодовой выплатой. Дюрация выпуска составляет 2.78, что относит его к среднему сегменту кривой доходности.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 15 октября 2026 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, или (2) 100% от номинала. До 15 октября 2026 года эмитент также может выкупить до 40% выпуска за счёт средств от размещения акций по цене 107.785% + накопленный купон, если после этого в обращении останется не менее 50% выпуска, и выкуп произойдёт в течение 180 дней после размещения.

Начиная с 15 октября 2026 года облигационный выпуск имеет встроенный колл-опцион (embedded call option) со следующим графиком:

Период колл-опциона	Цена выкупа от номинала
15.10.2026-14.10.2027	103.938%
15.10.2027-14.10.2028	101.969%
15.10.2028-15.04.2030	100.000%

Компания также вправе досрочно выкупить весь выпуск по 100% от номинала с начисленными процентами (включая дополнительный процент, если применимо), если в результате изменения законодательства (или правил и нормативных актов на его основе) либо их официального толкования, администрирования или применения в соответствующей налоговой юрисдикции (включая международные соглашения и судебные решения) у эмитента или гарантов возникает или может возникнуть обязанность выплачивать дополнительные суммы сверх тех, которые подлежали бы уплате на дату установления налогового режима в данной юрисдикции, и избежать такой обязанности разумными мерами невозможно.

Мы оцениваем вероятность досрочного выкупа выпуска в течение срока нашей рекомендации как низкую, так как выпуск был размещён в конце 2024 года и основной предпосылкой для его отзыва может выступить только значительное повышение кредитных рейтингов компании, предоставляющее возможность рефинансирования по более низким ставкам.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением ограничения на предоставление под обеспечение значимых активов (активы, выступающие в качестве обеспечения; активы для расчёта коэффициента покрытия активов; другие слоты в аэропортах, права на гейты и маршруты, не входящие в предыдущие две группы). Из этого правила предусмотрены исключения, в том числе для: залогов, существовавших на дату выпуска; залогов в рамках финансирования приобретений, капитального строительства или авиационного финансирования; и других случаев.

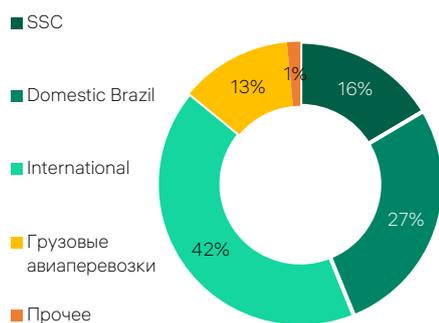
### **О компании**

LATAM Airlines Group SA (далее «LATAM» или «компания») – крупнейшая авиагруппа Латинской Америки, базирующаяся в Чили. LATAM осуществляет внутренние и международные пассажирские рейсы, грузовые перевозки, а также предоставляет дополнительные услуги, включая наземное обслуживание, логистику и программу лояльности LATAM Pass, являющуюся крупнейшей в Латинской Америке и седьмой по размеру в мире. LATAM входит в число крупнейших авиакомпаний мира по объёму пассажирских перевозок: в 2024 году группа перевезла около 82 млн пассажиров. Компания обслуживает 151 пассажирское направление в 27 странах и около 163 грузовых направлений (включая 12 исключительно грузовых) в 31 стране. Основные хабы расположены в городах Сантьяго, Лиме и Сан-Паулу. LATAM также имеет стратегические альянсы, включая совместное предприятие с Delta Air Lines, а также код-шеринговые соглашения<sup>6</sup> с ведущими глобальными перевозчиками, что позволяет предлагать клиентам доступ к более чем 400 направлениям по всему миру. Совокупный авиапарк компании по состоянию на конец 2 квартала 2025 года составляет 359 самолётов, из которых 340 предназначены для перевозки пассажиров и 19 – для грузовых операций.

LATAM была основана в 1929 году как государственная авиакомпания LAN Chile. В 1994 году контрольный пакет приобрела семья Куэто (Cueto Group), остающаяся одним из ключевых акционеров. В 2012 году произошло слияние LAN Airlines с бразильской TAM и в настоящий момент компания управляет операциями через сеть дочерних обществ в Чили, Бразилии, Перу, Колумбии, Эквадоре и

<sup>6</sup> 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.

Рисунок 4. Структура годовой выручки по типу услуг



Источник: данные компании

Рисунок 5. Структура годовой выручки по географии продажи авиабилетов



Источник: данные компании

Парагвае. В 2016 году был завершён процесс интеграции двух компаний под единым брендом «LATAM».

LATAM – публичная компания, её акции торгуются на Сантьягской фондовой бирже, а депозитарные расписки на NYSE, под тикером «LTM». По состоянию на середину октября 2025 года рыночная капитализация компании составляет \$12.7 млрд. Крупнейшими держателями её акций являются Sixth Street Partners Management Company (20.08%), Strategic Value Partners (11.50%), Delta Air Lines (10.05%), Qatar Airways Investments (10.03%) и Cueto Group (5.03%).

### Структура выручки компании

Компания не разделяет свой бизнес на сегменты, однако её выручка формируется из двух основных направлений: пассажирских и грузовых авиаперевозок.

1) **Пассажирские авиаперевозки.** Основной объём выручки обеспечивают пассажирские рейсы, которые можно разделить на три группы:

- **SSC (Spanish Speaking Countries – испаноговорящие страны)** – включает внутренние и межстрановые перелёты между Чили, Перу, Колумбией и Эквадором. Здесь компания занимает лидирующие позиции, формируя устойчивую базу спроса за счёт деловых и туристических поездок. На долю данного направления приходится 16% годовой выручки компании и 17% от совокупного объёма ASKs<sup>7</sup> пассажирских авиаперевозок.
- **Domestic Brazil (внутренние рейсы в Бразилии)** – крупнейший рынок LATAM с высоким уровнем частоты рейсов и плотностью маршрутной сети. Выручка от этого рынка составляет 27% совокупной выручки и 30% ASKs LATAM.
- **International (международные рейсы)** – дальнемагистральные и региональные перелёты, соединяющие Латинскую Америку с ключевыми внешними рынками, включая Северную Америку, Европу и Азиатско-Тихоокеанский регион. Это направление формирует основную часть валютной выручки компании. На международные авиаперевозки приходится 42% выручки и 53% ASKs компании.

2) **Грузовые авиаперевозки.** Грузовое подразделение обслуживает широкую сеть маршрутов, используя как специализированные грузовые, так и пассажирские самолёты (через перевозку грузов в нижних багажных отсеках). Основные категории перевозимых товаров включают продукцию агропромышленного комплекса, фармацевтические изделия, промышленное оборудование

<sup>7</sup> **ASKs (Available Seat Kilometers)** — это стандартный показатель, который отражает ёмкость авиакомпании по перевозке пассажиров. ASKs = Количество доступных кресел × Количество пройденных километров

Рисунок 6. Динамика скорректированного CASK компании без учёта расходов на топливо, центов/ASK



Источник: данные компании

и товары массового спроса. Данное направление формирует устойчивый источник доходов вне зависимости от сезонности пассажирских перевозок. Грузовые авиаперевозки составляют 13% от выручки компании.

Оставшаяся часть выручки (1%) формируется за счёт прочих услуг, включая субаренду воздушных судов, чартерные рейсы, техническое обслуживание и т.д.

С точки зрения географической сегментации выручки (по месту продажи билета или груза) основными рынками для компании являются Бразилия (41.3% выручки), Чили (15.4%), США (10.7%) и Перу (9.1%).

### Процедура банкротства Chapter 11 как стратегический инструмент, а не следствие финансовой неустойчивости

- **Chapter 11 как стратегическое решение:** LATAM инициировала процедуру в США не из-за структурной слабости, а как рациональный инструмент защиты и обновления бизнеса перед угрозой пандемии;
- **Снижение долговой нагрузки и укрепление капитала:** в ходе реструктуризации долг был сокращён на ~35%, привлечено более \$8 млрд нового финансирования, а ликвидность на выходе составила \$2.2 млрд;
- **Глубокая операционная трансформация:** оптимизация парка и контрактов, рост доли переменных расходов и цифровизация обеспечили более \$1 млрд ежегодной экономии и удержание роста скорректированного CASK за вычетом расходов на топливо на уровне всего 3.7% за 5 лет;
- **Выход с усиленными позициями:** завершение Chapter 11 в 2022 г. позволило компании вернуться к рекордной рентабельности и ликвидности, подтвердив устойчивость бизнес-модели.

В мае 2020 года LATAM Airlines и её ключевые дочерние компании добровольно подали заявление о защите в рамках процедуры банкротства Chapter 11 в США. До пандемии LATAM демонстрировала устойчивый рост, диверсифицированную бизнес-модель и рентабельность. Однако пандемия COVID-19 привела к беспрецедентному шоку для мировой авиации: международные границы были фактически закрыты, пассажиропоток обрушился, и значительная часть выручки LATAM от международных рейсов была потеряна. Несмотря на масштабную программу сокращения затрат и поддержку акционеров, обслуживать долг и поддерживать операционную деятельность стало невозможно без привлечения нового финансирования, доступ к которому оказался крайне ограниченным в условиях высокой неопределённости в отрасли. При этом компания подчёркивала сохранение операционной непрерывности: продолжались полёты (где это позволяли действующие ограничения), выполнялись

обязательства перед пассажирами, сотрудники получали зарплаты, а поставщики – своевременные выплаты.

Процедура Chapter 11 стала наиболее эффективным инструментом защиты бизнеса. У LATAM были активы и обязательства, распределённые между разными юрисдикциями Латинской Америки, что усложняло бы их реструктуризацию локальными средствами. При этом значительная часть долга компании была деноминирована в долларах США и подпадала под американское право. Использование процедуры Chapter 11 в США позволило централизовать переговоры с кредиторами в предсказуемом правовом поле, согласовать реструктуризацию в едином формате и привлечь финансирование в формате debtor-in-possession (DIP). Ключевые акционеры – семьи Куэто и Амаро, а также Qatar Airways – предоставили до \$900 млн DIP-финансирования, что подчеркнуло их доверие к долгосрочной устойчивости LATAM. Это дало компании возможность выиграть время, приостановить выплаты по части обязательств и провести системную перестройку баланса.

Для кредиторов последствия банкротства были неоднозначными. Владельцы обеспеченных выпусков сохранили право на возврат основного долга в полном объёме, тогда как держатели необеспеченных облигаций TAM Linhas Aéreas S.A. понесли потери в виде начисленных и невыплаченных процентов за период банкротства на сумму в \$150 млн. Суд признал требования держателей данных выпусков недействительными. Таким образом, кредиторы потеряли часть ожидаемого дохода, но в то же время сохранили возможность дальнейшего обслуживания основного долга и извлечения выгоды от восстановления бизнеса.

Для акционеров последствия выразились в сильном разводнении долей. В рамках плана реструктуризации был конвертирован значительный объём долга в капитал, а также привлечено свыше \$5 млрд нового финансирования, в том числе от существующих инвесторов – семьи Куэто и Delta Air Lines. При этом в структуру акционеров вошли новые институциональные инвесторы – Sixth Street Partners, Sculptor Capital Management и Strategic Value Partners (SVP). Это сопровождалось снижением доли прежних миноритарных акционеров, но позволило избежать ликвидации компании и сохранить её бизнес-модель.

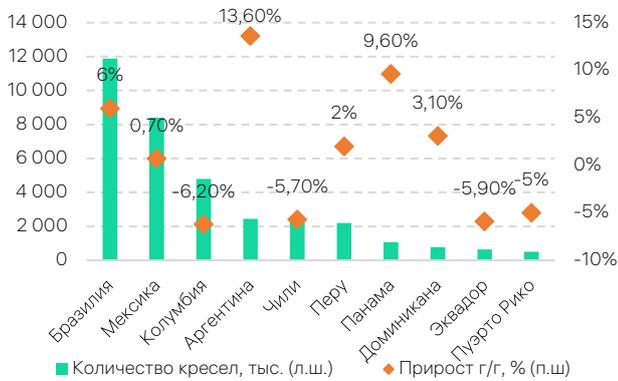
Параллельно LATAM провела глубокую трансформацию операционной модели. Компания оптимизировала парк, заключив новые соглашения на поставку самолётов A320neo, позволяющих снизить расходы на топливо и техническое обслуживание. Было пересмотрено более тысячи контрактов, увеличена доля переменных затрат и внедрены цифровые решения, что обеспечило свыше \$1 млрд ежегодной экономии. LATAM также вышла из убыточных операций, в частности – в Аргентине,

Рисунок 7. Динамика операционных показателей рынка пассажирских авиаперевозок в Латинской Америке



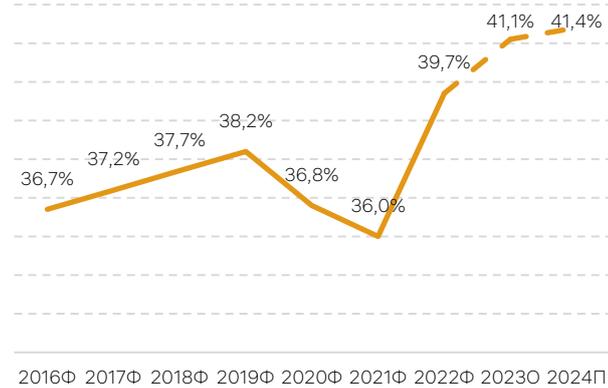
Источник: IATA

Рисунок 8. Страны Латинской Америки по объёму авиамошностей в сентябре 2025 года



Источник: OAG

Рисунок 9. Размер среднего класса в Латинской Америке, % от населения



Источник: World Bank

сосредоточив ресурсы на ключевых хабах в Сан-Паулу, Сантьяго и Лиме, а грузовое подразделение укрепило позиции за счёт расширения флота грузовых самолётов. Эти меры позволили сдержать рост скорректированных расходов на ASK (CASK ex-fuel), то есть операционных затрат без учёта расходов на топливо, прочих доходов/расходов и выплат по программе мотивации сотрудников, несмотря на глобальное инфляционное давление. В 2024 году данный показатель составлял 4.7 центов/ASK, в сравнении с 4.5 центов/ASK в 2019 году, что указывает на совокупный рост операционных расходов за 5 лет лишь на 3.7%.

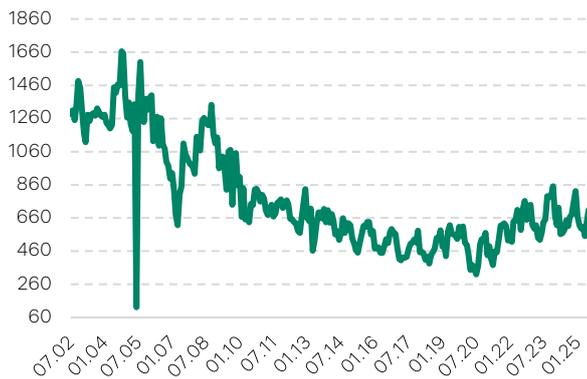
В ноябре 2022 года LATAM завершила процесс банкротства и вышла из Chapter 11 с обновлённой структурой капитала и расходов: по состоянию на конец 2022 года долговая нагрузка была снижена примерно на 35%, ликвидность на выходе составила более \$2.2 млрд, а всего в рамках реструктуризации компания привлекла свыше \$8 млрд нового финансирования в форме акций, конвертируемых нот и долга. Таким образом, Chapter 11 стала не отражением слабости бизнеса, а рациональной стратегией, позволившей LATAM сохранить операционную деятельность и укрепить баланс в условиях глобального кризиса. Сегодня компания демонстрирует рекордные показатели рентабельности и ликвидности, подтверждая, что своевременное использование процедуры позволило не только пережить шок, но и выйти из него с более устойчивыми позициями.

**Рынок авиаперевозок в Латинской Америке: сильный фундаментальный спрос, поддерживаемый растущим средним классом**

- **Сильный и диверсифицированный спрос:** рост пассажиропотока в регионе (прогноз: +6.4% RPKs в 2025 году) поддерживается расширением среднего класса и внутреннего туризма;
- **Укрепление позиций лидеров:** несмотря на рост доли лоукостеров, крупнейшие игроки сохраняют около 63% мощностей и выигрывают за счёт масштаба и гибкой маршрутной сети;
- **Инфраструктурные и регуляторные стимулы:** новые терминалы в Лиме и Сантьяго, а также соглашение «открытого неба» в Аргентине увеличивают связанность и потенциал рынка;
- **LATAM как главный бенефициар:** крупнейший перевозчик региона обладает уникальной диверсификацией маршрутов и устойчивыми позициями на ключевых рынках, что позволяет ему конвертировать структурный рост спроса в повышение эффективности.

В 2025 году авиационный рынок Латинской Америки продолжает демонстрировать устойчивый рост, опираясь на рекордный пассажиропоток и расширение доступности авиаперевозок. По оценкам IATA, в текущем году

Рисунок 10. Медианная цена авиабилета на внутренний перелёт в Бразилии на примере TAM/LATAM Airlines, BRL



Источник: Agência Nacional de Aviação Civil (Anac)

Рисунок 11. Структура авиамощностей в Латинской Америке: внутренние и международные перевозки



Источник: OAG

Рисунок 12. Структура авиамощностей в Латинской Америке: традиционные авиалинии и лоукостеры



Источник: OAG

предложение ASKs в регионе увеличится на 4.6%, а доходные пассажиро-километры (RPKs) – на 6.4%, что отражает высокий и стабильный спрос на авиапутешествия. Крупнейшие рынки по доступным мощностям формируют Бразилия и Мексика, на которые совокупно приходится более половины объёма кресел в регионе, тогда как Колумбия, Аргентина и Чили занимают последующие позиции с заметно меньшими масштабами.

Рост обеспечивается повышением доходов и расширением среднего класса, увеличением внутреннего туризма и дальнейшим распространением моделей низкобюджетных перевозок. Авиакомпании-лоукостеры (LCCs) существенно снизили барьеры входа и сделали перелёты доступными для более широкой аудитории. Например, в Бразилии тарифы на внутренних рейсах за последние два десятилетия снизились более чем в 2 раза. Дополнительным фактором роста выступают государственные инициативы по стимулированию туризма и расширению маршрутов. Например, открытие рейса Париж–Сальвадор вызвало рост пассажиропотока между Бразилией и Францией более чем на 30%.

Большая часть рынка приходится на внутренние перевозки – около 58% мощностей авиакомпаний. Сильный рост демонстрируют отдельные направления, такие как Лима–Сантьяго, но в целом объём внутрирегиональных перевозок остаётся в 10 раз меньше, чем в Европе, согласно данным Latin American & Caribbean Air Transport Association (ALTA). Рынок делят традиционные авиакомпании и быстро растущий сегмент лоукостеров. Крупнейшие перевозчики – LATAM (8.7 млн кресел в сентябре 2025 года), GOL (3.5 млн) и Avianca (3.5 млн). При этом, наиболее высокие темпы роста демонстрирует JetSMART (+22.5% г/г), активно укрепляющая позиции в Аргентине и Чили. На классических перевозчиков приходится около 63% мощностей, а оставшаяся часть – на LCCs. При этом доля LCCs в совокупном пассажиропотоке превышает 40% благодаря высокой заполняемости рейсов на внутренних и ближнемагистральных маршрутах.

Бразилия остаётся ключевым локомотивом отрасли. По последним данным ALTA, в середине 2025 года внутренний пассажиропоток рос двузначными темпами (+11.2% г/г в июне), а международный сегмент прибавил 12.8% на фоне 35%-го увеличения туристических прибытий. Колумбия, напротив, проходит фазу корректировки: после ухода двух ультралоукостеров в 2023 году ведущие авиакомпании сократили предложение, что привело к снижению внутреннего трафика (-4.7% г/г), тогда как международный сегмент продолжил расти (+9.2% г/г). Перу сохраняет устойчивый рост (внутренний +5.2% г/г, международный +8.3% г/г), чему способствует запуск нового терминала в Лиме, утроившего мощность аэропорта до 40 млн пассажиров в год. Чили восстанавливается неравномерно: внутренний сегмент

Рисунок 13. 10 крупнейших авиакомпаний в Латинской Америке по количеству кресел, тыс.



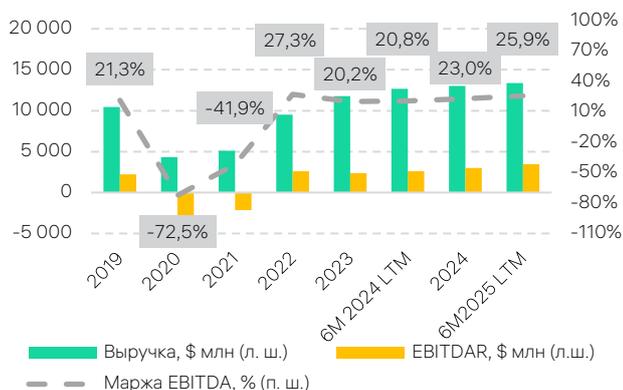
Источник: OAG

Рисунок 14. US Gulf Coast: спотовая цена на авиакеросин, \$/Галлон



Источник: Thomson Reuters, EIA

Рисунок 15. Динамика выручки и EBITDAR



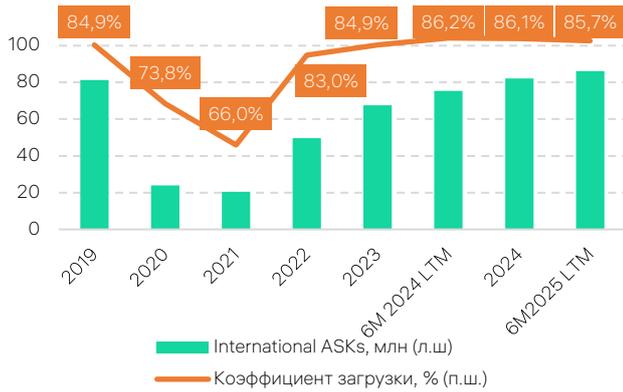
Источник: данные компании

после нескольких месяцев снижения вернулся к росту (+4.2% г/г в июне). Модернизация аэропорта Сантьяго должна увеличить его пропускную способность до 20 млн пассажиров и поддержать дальнейшее восстановление. Международный трафик в стране демонстрирует более скромный рост на уровне в 2.5% г/г.

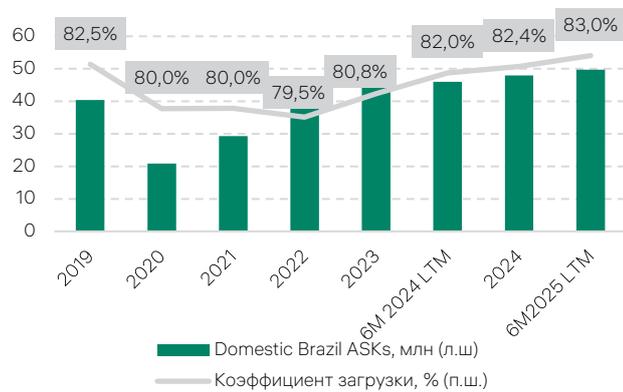
Сильный спрос в регионе сталкивается с рядом ограничений. Наиболее острые – это высокая налоговая нагрузка и волатильность цен на авиакеросин. Кроме того, ключевые аэропорты, такие как Богота в Колумбии, работают на пределе возможностей. Однако такие ограничения частично компенсируются крупными инвестициями в инфраструктуру других хабов региона (например, в Лиме и Сантьяго).

При этом, как подчёркивает Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA), специфика региона усиливает уязвимость авиакомпаний. Значительная часть расчётов за внутренние и ближнемагистральные перелёты осуществляется в локальных валютах, что повышает риски при их обесценении к доллару США, в котором номинирована большая часть затрат отрасли. Потенциальные преимущества девальвации для спроса часто нивелируются ограниченным объёмом трансферного трафика в странах Латинской Америки. Одновременно ассоциация предупреждает о рисках в Бразилии: потенциальное введение 26.5% НДС на билеты может существенно увеличить нагрузку на перевозчиков. Учитывая тот факт, что бразильский рынок уже является одним из наиболее затратных в регионе, подобная мера может резко снизить привлекательность страны для авиаперевозчиков. Однако стоит отметить, что в настоящий момент предложение о внесении изменений в налоговый кодекс находится на стадии обсуждений. С другой стороны, важным позитивным событием для рынка стало подписание Аргентиной соглашения «открытого неба», которое должно стимулировать конкуренцию и повысить связанность рынка, что выгодно и авиакомпаниям, и пассажирам.

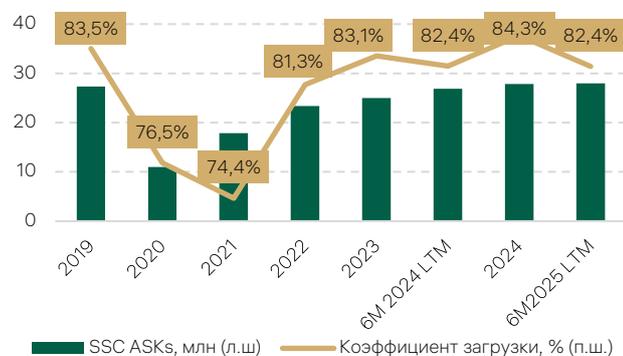
Таким образом, рынок авиаперевозок Латинской Америки в 2025 году сочетает в себе сильный фундаментальный спрос, поддержку со стороны растущего среднего класса и экспансию лоукостеров, с одной стороны, и высокую волатильность из-за налоговой нагрузки, валютных рисков и инфраструктурных ограничений – с другой. В этих условиях лидирующие игроки, обладающие диверсифицированной маршрутной сетью и доступом к капитальным ресурсам, находятся в более выгодном положении. LATAM, как крупнейший перевозчик региона, благодаря масштабам, гибкой структуре мощностей и устойчивым позициям на ключевых рынках, демонстрирует высокую способность адаптироваться к изменениям и конвертировать структурный рост спроса в повышение операционной эффективности. Это делает компанию

**Рисунок 16. ASKs и загрузаемость направления International**


Источник: данные компании

**Рисунок 17. ASKs и загрузаемость направления Domestic Brazil**


Источник: данные компании

**Рисунок 18. ASKs и загрузаемость направления SSC**


Источник: данные компании

главным бенефициаром долгосрочного расширения авиарынка региона.

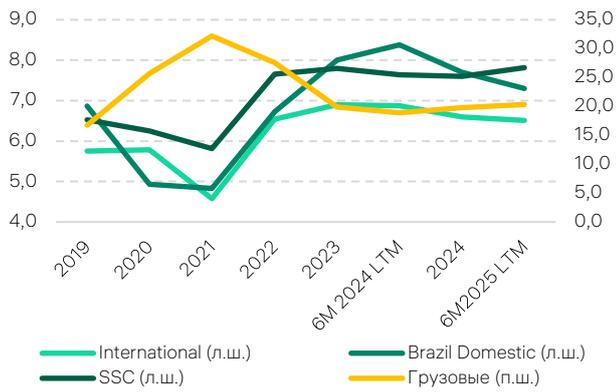
### Двузначный рост EBITDAR и снижение процентных расходов усиливают кредитный профиль

- **Устойчивый рост выручки и загрузки:** доходы LATAM во 2 квартале 2025 г. выросли на 8.2% г/г до \$3.3 млрд. Международные маршруты и SSC стали главными драйверами;
- **Рост маржинальности:** EBITDAR увеличился на 42% г/г до \$859 млн, маржа поднялась до 26.2% против 20.0% годом ранее, чему способствовало снижение CASK на 4.3% г/г;
- **Баланс расширения и стабильности:** несмотря на рост капитальных затрат до \$587 млн на расширение парка, LATAM сохранила положительный FCF (\$97 млн) и прогнозирует дальнейший рост выручки и маржи.

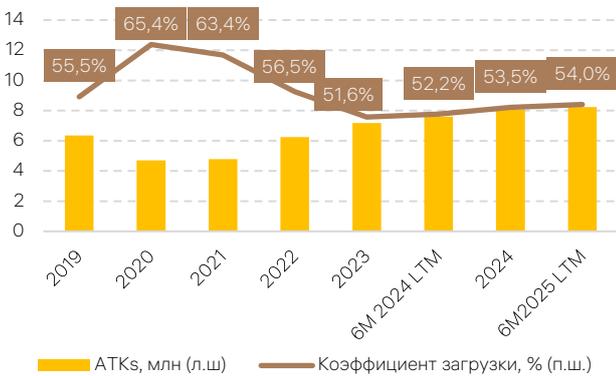
Выручка LATAM во 2 квартале 2025 г. выросла на 8.2% г/г до \$3.3 млрд, при этом пассажирские перевозки принесли \$2.8 млрд (+8.5% г/г). Наибольший рост показали международные рейсы (+9.6% г/г) и SSC (+9.3% г/г), тогда как выручка Domestic Brazil увеличилась на 6.5% г/г. Вместимость в Бразилии и на международных маршрутах расширилась на 10.9% и 9.6% соответственно, при росте коэффициента загрузки на 55 бп (до 84.8%) и на 281 бп (до 82.6%). В SSC ASKs снизились на 0.3%, но это было частично компенсировано ростом коэффициента загрузки на 27 бп до 80.4%. Несмотря на лидирующие темпы роста объемов и загрузки, выручка на ASK (RASK) в Бразилии сократилась на 4.0% до 7.2 центов/ASK (с 7.5 центов/ASK годом ранее). Международные перевозки удержали RASK на уровне 6.4 центов/ASK, а в SSC показатель прибавил 9.6% до 8.0 центов/ASK. Выручка от грузовых авиаперевозок составила \$0.4 млрд (+10.2% г/г), чему способствовал рост ATKs<sup>8</sup> на 3.9%, повышение коэффициента загрузки на 94 бп до 54.0% и увеличение RATK грузовых перевозок на 6.2% до 20.4 центов/ATK.

Скорректированные операционные расходы составили \$2.9 млрд против \$2.8 млрд годом ранее (+3.6% г/г). Рост расходов был обусловлен увеличением совокупного объема выполненных пассажирских авиаперевозок на 8.3%, что было частично компенсировано снижением средней стоимости авиатоплива на 16.1%. В пересчёте на ASKs, совокупный скорректированный CASK компании составил 7.0 центов/ASK (-4.3% г/г), а скорректированный CASK без учёта расходов на топливо – 4.8 центов/ASK (+3.1%). Повышение последнего показателя связано с ростом амортизации на 23.9% г/г из-за расширения парка и более высокой стоимости новых самолётов. Изолируя эффекты амортизации и выплат за аренду самолётов, EBITDAR компании составил \$859 млн при марже в 26.2%

<sup>8</sup> ATKs (Available Ton Kilometers) — это стандартный показатель грузовой авиации, отражающий ёмкость авиакомпании по перевозке грузов. ATKs = Доступная тоннажная вместимость × Количество пройденных километров.

**Рисунок 19. RASK/RATK по направлениям выручки, центов**


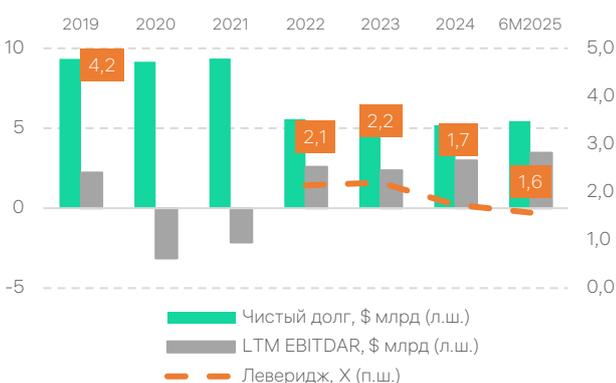
Источник: данные компании

**Рисунок 20. ATKs и загрузаемость грузовых авиаперевозок**


Источник: данные компании

**Рисунок 21. Динамика и маржа FCF**


Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

**Рисунок 22. Динамика долговой нагрузки**


Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

против \$606 млн при марже в 20.0% годом ранее. Это свидетельствует о том, что, в целом, операционная эффективность LATAM улучшается.

Также компания зафиксировала сокращение процентных расходов со \$189 млн во 2 квартале 2024 года до \$155 млн во втором квартале 2025 года благодаря рефинансированию облигаций и срочного кредита в ноябре 2024 г. на более выгодных условиях. Таким образом, чистая прибыль компании во 2 квартале 2025 года составила \$242 млн, что соответствует марже в 7.4% (против \$145.5 млн при марже в 4.8% годом ранее).

Операционный денежный поток (OCF) LATAM во 2 квартале 2025 г. составил \$684 млн (-3.6% г/г), а свободный денежный поток (FCF) сократился до \$97 млн (\$362 млн годом ранее) на фоне роста инвестиций в расширение флота (CapEx \$587 млн против \$347 млн годом ранее). В краткосрочной перспективе компания продолжит значительные инвестиции в рост: во 2 полугодии 2025 года планируется расширить авиапарк ещё на 12 самолётов и, как минимум, на 11 самолётов в 2026 году. По итогам 1 полугодия 2025 г. OCF составил \$1.3 млрд, а FCF – \$320 млн (годом ранее \$1.1 млрд и \$613 млн соответственно).

На презентации результатов за 2 квартал 2025 года руководство LATAM повысило прогнозы на весь год: рост пассажирских ASKs ожидается на уровне в 8.5–9.5% г/г, грузовых ATKs – на 2.5–3.5% г/г; совокупная выручка ожидается в диапазоне \$14.0–14.2 млрд (+7.4–8.9% г/г); маржа скорректированного EBITDAR – 26–27% против 23.8% годом ранее. Менеджмент подчеркнул, что введённые 2 апреля 2025 года тарифы на импорт в США не оказали влияния на бизнес компании, в частности – на грузовые перевозки. Консенсус-прогноз аналитиков (по данным Bloomberg) в целом совпадает с прогнозами компании по росту ASKs (+8.9%) и выручки (+7.6%), но более оптимистичен по марже EBITDAR (28.4%). На горизонте 2026–2027 гг. аналитики ожидают роста ASKs на 8% в год и выручки на 6.9% и 7.4% соответственно.

### Исторически низкий леверидж и комфортная ликвидность подтверждают устойчивость финансового положения

- **Рекордно низкий леверидж:** Net Debt/годовой EBITDAR на уровне 1.6x (-0.4x г/г) благодаря росту прибыльности;
- **Сокращение процентных расходов:** проведённые в течение последнего года рефинансирования долга, выпущенного после выхода из банкротства, позволят сократить процентные расходы на ~\$151 млн в год.
- **Сильная ликвидность:** \$3.6 млрд (27.2% годовой выручки), достаточно для покрытия всех погашений долга в ближайшие 5 лет (\$3.5 млрд).

Валовой долг компании (с учётом обязательств по аренде) на конец 2 квартала 2025 года составлял \$7.5 млрд (\$3.7

Рисунок 23. Ликвидность и график погашения долга<sup>3</sup>


Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

млрд – финансовые обязательства, \$3.8 млрд – обязательства по аренде), что является приростом в 5.7% г/г и 5.2% относительно значения в конце 2024 года. Рост валового долга в 2025 году объясняется привлечением заёмного финансирования для поставок новых самолётов, а также рефинансированием в июне 2025 года \$700 млн выпусков с погашением в 2029 году путём выпуска новых облигаций на \$800 млн с погашением в 2031 году. В результате процентная ставка по данному долгу была снижена с 13.375% до 7.625%, что в совокупности с упомянутым в предыдущем разделе рефинансированием 2024 года позволит сократить ежегодные процентные расходы на ~\$151 млн.

Объём денежных средств и их эквивалентов на конец 2 квартала 2025 года составлял \$2.1 млрд, в сравнении с \$2.0 млрд в конце 2024 года и \$1.9 млрд годом ранее. Таким образом, чистый долг компании составляет \$5.4 млрд (+3.7% г/г), а левэридж (выраженный как соотношение чистого долга к годовому EBITDAR) – 1.6x, что является историческим минимумом и сокращением на 0.4x г/г и на 0.1x относительно конца 2024 года. Сокращение левэриджа, несмотря на рост валового долга, было связано с ростом годового EBITDAR на 31.9% г/г и на 15.8% относительно конца 2024 года. Стремительный рост годового EBITDAR также обеспечивает улучшающийся коэффициент покрытия процентных расходов (выраженный как соотношение годовых процентных расходов к годовому EBITDAR): в конце 2 квартала 2025 года данный показатель составил 4.3x, против 3.5x годом ранее и 3.4x за 2024 год.

В дополнение к упомянутому выше балансу денежных средств на \$2.1 млрд, у компании имеются три обеспеченные кредитные линии общим объёмом в \$1.85 млрд, из которых доступно \$1.55 млрд. Две из них на суммы в \$800 млн и \$750 млн действительны до июля 2029 года, а третья на \$300 млн (из которых доступно \$25 млн) – до ноября 2028 года. Условия кредитных линий предусматривают ковенанты на поддержание минимальной ликвидности: не менее \$750 млн на консолидированном уровне и \$400 млн совокупно для LATAM Airlines Group S.A. и TAM Linhas Aéreas S.A. Совокупный объём ликвидности на конец 2 квартала 2025 года составлял \$3.6 млрд, что эквивалентно 27.2% от годовой выручки и превышает целевой уровень ликвидности, обозначенный руководством компании, в диапазоне 21%-25%. Доступной ликвидности достаточно для покрытия всех погашений финансовых обязательств в течение ближайших 5 лет (\$3.5 млрд, из которых \$317 млн подлежат погашению в течение 1 года, и \$801 млн – в течение 3 лет).

### Рейтинговые агентства о LATAM Airlines Group SA

Moody's

<sup>3</sup> Номинальные значения, без учёта выплаты обязательств по лизингу

Рейтинг Ba2 (прогноз «стабильный»). Рейтинг Moody's отражает масштабы компании, её уникальную маршрутную сеть и лидирующие позиции сразу в нескольких сегментах: на внутренних рынках Бразилии и испаноязычных стран Латинской Америки, на региональных перелётах внутри региона, а также на дальнемагистральных международных направлениях. Дополнительной поддержкой кредитному профилю служит диверсификация бизнеса между пассажирскими и грузовыми перевозками, стратегические партнёрства, прочный буфер ликвидности, а также реструктурированная после выхода из банкротства структура капитала и затрат. Агентство прогнозирует, что в течение следующих двух лет валовой левеидж LATAM (по методологии Moody's) останется в диапазоне 2.0–2.5x, а баланс денежных средств будет превышать 15% годовой выручки. Вместе с тем, рейтинг ограничен высокой зависимостью от конъюнктуры отрасли: компания подвержена колебаниям цен на топливо, валютным рискам и давлению со стороны затрат на персонал. Несмотря на это, Moody's ожидает, что гибкая структура расходов и консервативный подход к управлению мощностями обеспечат LATAM достаточный запас прочности даже при неблагоприятных условиях.

#### **S&P Global**

Рейтинг эмитента BB+ (прогноз «стабильный»)/рейтинг выпуска BBB- (прогноз «стабильный»). Рейтинг отражает сильные результаты за 2024 год и ожидаемое сохранение кредитных метрик на уровне, соответствующем текущему рейтингу. Несмотря на неблагоприятные факторы – стихийные бедствия в Бразилии, усиление конкуренции в Колумбии и ослабление валют региона – компания продемонстрировала рекордные финансовые показатели. Агентство прогнозирует, что в 2025–2026 годах LATAM сохранит высокую рентабельность и устойчивый баланс, с отношением чистого FFO (net Funds From Operations) к долгу на уровне 42–45% и левеиджем (рассчитанным по методологии S&P) около 1.7x. Ключевым фактором поддержки является эффективная структура затрат: себестоимость за ASK (без учёта топлива) удерживается на уровне около 4.8 центов/ASK, что выгодно выделяет LATAM среди глобальных авиаперевозчиков полного сервиса. Это позволяет компании сохранять маржу EBITDA на уровне 23%–24%, даже при возможном снижении доходности перевозок. Агентство прогнозирует EBITDA в диапазоне \$3.2–3.3 млрд в 2025–2026 годах и положительный свободный операционный денежный поток после лизинговых платежей в диапазоне \$500–800 млн, несмотря на значительные капитальные расходы (\$1.3–1.6 млрд в год) и поставку новых воздушных судов. Поддержку кредитному качеству, по мнению S&P, обеспечивают консервативная финансовая политика, цель по чистому долгу/EBITDA ниже 2.0x, а также высокая ликвидность с целевым балансом денежных средств и их эквивалентов в диапазоне 21%–25% от годовой выручки. При этом

обеспеченные выпуски LATAM оцениваются на две ступени выше корпоративного рейтинга, то есть на уровне BBB-.

### **Fitch**

Рейтинг эмитента BB (прогноз «позитивный»)/рейтинг выпуска BB+ (прогноз «позитивный»). Fitch выделяет устойчивое улучшение кредитных метрик LATAM благодаря росту прибыльности, сильной генерации операционного денежного потока и снижению долговой нагрузки. Агентство также отмечает эффективную структуру затрат LATAM, выраженную в росте маржи EBITDAR. По прогнозу Fitch, в 2025–2027 годах она останется в диапазоне 23–24% при EBITDAR в \$3.5–3.6 млрд. Свободный денежный поток ожидается положительным, на уровне \$400–450 млн в 2025–2026 гг. даже с учётом высоких капвложений на обновление флота (около \$1.65 млрд в год). Кредитный профиль LATAM укрепляют значительная ликвидность, диверсифицированная сеть маршрутов, лидерство на рынке в Бразилии и совместное предприятие с Delta Air Lines. В то же время отраслевые риски – высокая цикличность, капиталоемкость и зависимость от цен на топливо и валютных курсов – остаются сдерживающим фактором. «Позитивный» прогноз отражает ожидания Fitch, что компания сохранит финансовую гибкость и продолжит улучшать кредитные метрики в ближайшие годы. Как и S&P, Fitch присуждает более высокий рейтинг обеспеченным выпускам компании, однако в данном случае он превышает корпоративный рейтинг лишь на одну ступень.

### **Риски**

- Замедление местной или глобальной экономики может привести к падению спроса на авиабилеты;
- Ослабление местных валют к доллару США может затруднить выплаты по долгам, деноминированным в американской валюте;
- Рост мировых цен на нефть может привести к повышению расходов на авиатопливо;
- Введение 26.5% НДС на авиабилеты в Бразилии – крупнейшем рынке компании – может привести к значительному удорожанию авиабилетов и, соответственно, сокращению спроса на авиаперелёты.

**Основные финансовые и операционные результаты LATAM Airlines Group SA**

<b>\$млн</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>6M2024</b>	<b>6M2025</b>
Выручка	4 335	5 111	9 517	11 789	13 034	6 351	6 690
Рост выручки, (г/г)	-58.4%	17.9%	86.2%	23.9%	10.6%	15.9%	5.3%
EBITDAR	(3 141)	(2 140)	2 594	2 376	2 993	1 335	1 806
Маржа EBITDAR, %	-72.5%	-41.9%	27.3%	20.2%	23.0%	21.0%	27.0%
Процентные расходы	(587)	(806)	(942)	(698)	(882)	(381)	(307)
Чистая прибыль	(4 546)	(4 647)	1 339	582	977	404	597
Маржа чистой прибыли, %	-104.9%	-90.9%	14.1%	4.9%	7.5%	6.4%	8.9%
Операционный денежный поток (OCF) <sup>1</sup>	(668)	(280)	(406)	1 768	2 507	1 075	1 302
Капитальные затраты	(400)	(676)	(831)	(864)	(1 420)	(463)	(982)
Свободный денежный поток (FCF)	(1 068)	(955)	(1 237)	904	1 087	613	320
Маржа FCF, %	-24.6%	-18.7%	-13.0%	7.7%	8.3%	9.6%	4.8%
Дивиденды и выкуп акций	(1)	0	0	0	(175)	(175)	(445)
Рост объёма дивидендов и выкупа акций, %	-99.0%	-100.0%	Н/Д	Н/Д	100.0%	100.0%	154.7%

**Операционные показатели**

ASKs направления International, тыс.	23 883	20 461	49 575	67 514	82 188	39 205	43 186
Рост, (г/г)	-70.6%	-14.3%	142.3%	36.2%	21.7%	24.9%	10.2%
ASKs направления Domestic Brazil, тыс.	20 834	29 327	40 891	44 766	47 926	23 310	25 112
Рост, (г/г)	-48.5%	40.8%	39.4%	9.5%	7.1%	5.7%	7.7%
ASKs направления SSC, тыс.	10 970	17 848	23 385	24 970	27 817	13 682	13 821
Рост, (г/г)	-59.9%	62.7%	31.0%	6.8%	11.4%	16.4%	1.0%
ATKs грузовых авиаперевозок, тыс.	4 708	4 788	6 256	7 171	8 066	3 906	4 068
Рост, (г/г)	-25.9%	1.7%	30.7%	14.6%	12.5%	12.8%	4.2%
Коэффициент загрузки направления International	73.8%	66.0%	83.0%	84.9%	86.1%	85.7%	84.9%
Коэффициент загрузки направления Domestic Brazil	80.0%	80.0%	79.5%	80.8%	82.4%	80.4%	81.7%
Коэффициент загрузки направления SSC	76.0%	74.9%	81.0%	82.0%	82.3%	81.4%	81.7%
Совокупный коэффициент загрузки пассажирских авиаперевозок	76.5%	74.4%	81.3%	83.1%	84.3%	83.3%	83.4%
Коэффициент загрузки грузовых авиаперевозок	65.4%	63.4%	56.5%	51.6%	53.7%	52.7%	53.5%
Количество перевезённых пассажиров, тыс. чел.	28 299	40 195	62 467	73 898	82 008	39 370	41 560
Объём перевезённых грузов, тыс. тонн	817	802	901	946	997	481	500
Скорректированный CASK, \$ с	10.8	9.0	8.2	7.6	7.2	7.4	6.9
Скорректированный CASK без учёта расходов на топливо, \$ с	8.9	6.8	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7
Доходность пассажирских авиаперевозок на RPKs <sup>2</sup> , \$ с	6.4	6.6	8.2	9.0	8.4	8.7	8.4
Доходность грузовых авиаперевозок на RTKs <sup>2</sup> , \$ с	39.3	50.8	48.9	38.5	36.9	36.4	37.9

**Долговая нагрузка**

Валовой долг	10 860	10 402	6 782	6 938	7 150	7 114	7 522
Рост валового долга, (г/г)	4.3%	-4.2%	-34.8%	2.3%	3.1%	11.1%	5.7%
Денежные средства и их эквиваленты	1 696	1 047	1 217	1 715	1 958	1 853	2 069
Чистый долг	9 164	9 355	5 565	5 223	5 193	5 260	5 454
Рост чистого долга, (г/г)	-1.9%	2.1%	-40.5%	-6.1%	-0.6%	7.9%	3.7%
Собственный капитал	(2 442)	(7 067)	31	438	711	528	904

**Показатели долговой нагрузки**

LTM EBITDAR / LTM процентные расходы (x)	Н/Д	Н/Д	2.8	3.4	3.4	3.5	4.3
Валовой долг / EBITDAR LTM (x)	Н/Д	Н/Д	2.6	2.9	2.4	2.7	2.2
Чистый долг / EBITDAR LTM (x)	Н/Д	Н/Д	2.1	2.2	1.7	2.0	1.6

**График погашения долга и запас ликвидности**

		<b>1 год</b>	<b>1-3 года</b>	<b>3-5 лет</b>	<b>5+ лет</b>
Погашение долга <sup>3</sup> , \$млн		317	483	2 732	674
Запас ликвидности, \$млн	3 644				
Денежные средства и их эквиваленты, \$млн	2 069				
Кредитные линии, \$млн	1 575				

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

<sup>1</sup> Компания признаёт выплаты по процентам в финансовых денежных потоках, а доходы по процентам - в инвестиционных.

Для сопоставимости с нашими предыдущими отчётами, они переклассифицированы в OCF

<sup>2</sup> RPKs/RTKs = коэффициент загрузки \* ASKs/ATKs

<sup>3</sup> Номинальные значения, без учёта выплаты обязательств по лизингу

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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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](mailto:dti@halykfinance.kz)

Департамент продаж

E-mail

[sales@halykfinance.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN  
**Refinitiv**  
Halyk Finance  
**Factset**  
Halyk Finance  
**Capital IQ**  
Halyk Finance