

Инвестиционная идея по облигациям

RCL 5.5'28

11 июля 2025 г.

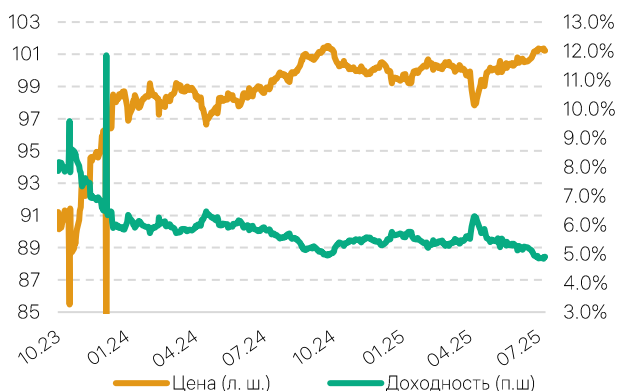
Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Royal Caribbean Cruises Ltd.
Тикер еврооблигаций	RCL
Страна риска	США
Сектор	Отели, рестораны и досуг
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Baa3 Pos./BBB- St./BBB- Pos.
Рекомендация	Держать до погашения
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	5.01%
Выпуск	RCL 5.5'28
ISIN	USV7780TAE39
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	5.50%
Доходность к погашению	5.01%
Доходность к худшему	4.91%
G-Spread	104 бп
Текущая цена	101.221%
Дата погашения	01.04.2028
Объем в обращении	\$1 500 млн
Минимальный лот	\$2 000

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	3M2025 LTM
Выручка	13 900	16 485	16 756
EBITDA	4 333	5 708	5 930
Чистая прибыль	1 697	2 879	3 250
Активы	35 131	37 070	37 452
Обязательства	30 407	29 507	29 492
Капитал	4 724	7 563	7 960
CFO	4 477	5 266	5 566
CFI	(3 923)	(3 446)	(3 590)
CCF	(1 993)	(1 922)	(2 022)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации Royal Caribbean Cruises Ltd. – одного из крупнейших операторов круизных туров в мире. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 4.99%–5.03% годовых (YTW 4.89%–4.93%). Нам нравится Royal Caribbean Cruises Ltd. благодаря её впечатляющему восстановлению после пандемийного кризиса, существенно сократившего пассажиропоток и, соответственно, денежные потоки круизных линий. Компания не только смогла вернуть показатели пассажиропотока и EBITDA выше уровней 2019 года вместе с общим восстановлением индустрии, но и продемонстрировала способность структурно усилить бизнес-модель за счёт инновационных инициатив. Среди ключевых драйверов укрепления финансовой устойчивости компании – масштабная программа расширения флота «мега-лайнерами» нового поколения для повышения ценности своих имеющихся продуктов и развитие высокомаржинальных направлений (такие как частные острова). Все эти инициативы направлены на повышение устойчивости денежных потоков и снижение чувствительности бизнеса к макроциклам. Дополнительным фактором привлекательности является амбициозная стратегия Perfecta, предполагающая повышение операционной эффективности в виде роста ROIC до 16%+ и CAGR EPS >20% к 2027 году. Мы положительно оцениваем вероятность выполнения этих целей, учитывая успешную реализацию предыдущей программы Trifecta, все метрики которой были перевыполнены задолго до планового срока. Наконец, мы отмечаем, что компания недавно вернулась в инвестиционную категорию по рейтингам, однако спред по выпуску по-прежнему имеет умеренный дисконт (7 бп) к аналогичным выпускам своего основного конкурента – CCL, несмотря на более высокое качество кредитного профиля. Мы иницилируем рекомендацию «Держать до погашения» по выпуску RCL 5.5'28 с ожидаемой доходностью за период держания 5.01% годовых.

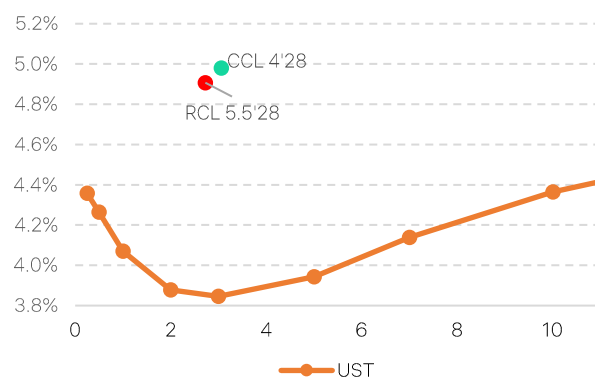
О выпуске

Выпуск RCL 5.5'28 является старшим необеспеченным долговым обязательством Royal Caribbean Cruises. Купонная ставка по данному выпуску составляет 5.50% с полугодовой выплатой. Дюрация выпуска составляет 2.2, что относит его к нижней границе среднего сегмента кривой доходности.

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

Рисунок 2. G-Spread облигации


Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходностей аналогичных выпусков


Источник: Bloomberg

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 1 октября 2027 года (за 6 месяцев до даты погашения) 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. Также, начиная со 2 октября 2027 года, Royal Caribbean Cruises Ltd. может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной 100% от номинальной суммы. Компания также вправе досрочно выкупить облигации по цене 100% от номинала с начисленными процентами, если в результате изменений налогового законодательства или официальной позиции налоговых органов у эмитента возникает обязанность уплачивать дополнительные суммы (например, налоги на выплаты процентов или основного долга), избежать которой невозможно разумными мерами, за исключением смены юрисдикции регистрации компании.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением ограничения на предоставление обеспеченного долга. Royal Caribbean (включая дочерние компании) обязуется не создавать залог на основные активы без предоставления равного обеспечения по этому выпуску, если общий объем обеспеченного долга и сделок обратной аренды превысит 10% от консолидированных чистых материальных активов. Исключения предусмотрены для уже существующих залогов, внутригрупповых сделок, приобретений и рефинансирования. Также ограничены сделки обратной аренды: они допустимы, если заключаются на срок менее трех лет, проводятся внутри группы, либо их объем не превышает лимита по обеспеченному долгу. В остальных случаях выручка от продажи должна быть использована в течение года на погашение обязательств или приобретение значительных активов (свыше 5% чистых материальных активов).

В случае смены контроля компания обязуется выкупить облигации по цене 101% от номинала. Смена контроля включает передачу >50% голосующих акций или отчуждение основных активов третьей стороне. Обязанность обратного выкупа может быть отменена, если выкуп проводит третья сторона на аналогичных условиях или если облигации уже подлежат досрочному погашению. Условия выкупа могут корректироваться с согласия большинства держателей.

О компании

Royal Caribbean Cruises Ltd. (далее «Royal Caribbean» или «компания») – один из крупнейших в мире круизных операторов. Компания управляет тремя глобальными брендами – Royal Caribbean International, Celebrity Cruises и Silversea Cruises, а также имеет долю 50% в совместном предприятии с TUI Cruises GmbH, управляющей

немецкими брендами TUI Cruises и Harpag-Lloyd Cruises. На конец 1 квартала 2025 года совокупный флот компании насчитывал 69 судов с общей вместимостью около 167 тыс. койко-мест, предлагая круизы по более чем 1 000 маршрутам на всех континентах.

Royal Caribbean специализируется на широком спектре вариантов отдыха, от семейных поездок до ультралюксовых круизов, конкурируя с другими крупными игроками индустрии за счёт сильных брендов, разнообразных маршрутов и высокого качества обслуживания. Ключевым рынком спроса для компании остаются США, но заметная доля доходов приходится и на международные рынки. Основанная в 1968 году, Royal Caribbean Cruises Ltd. зарегистрирована в Либерии, а её штаб-квартира находится в США в городе Майами, штат Флорида.

Royal Caribbean – публичная компания, её акции торгуются на NYSE под тикером «RCL». По состоянию на середину июля 2025 года рыночная капитализация компании составляет \$92.7 млрд. Крупнейшими держателями её акций являются институциональные инвесторы, в том числе фонды под управлением Capital Research and Management Company (27.37%), The Vanguard Group Inc. (10.56%) и BlackRock Inc. (6.85%).

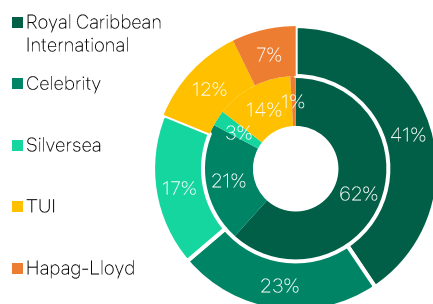
Бренды компании

Royal Caribbean управляет несколькими брендами, которые предлагают схожий продуктовый ряд, обслуживают пересекающиеся клиентские базы и выполняют рейсы по аналогичным маршрутам. Их операционная деятельность характеризуется сопоставимой структурой затрат и доходов, а также подтверждена единым экономическим и коммерческим условиям. В связи с этим компания объединяет результаты всех брендов в единый операционный сегмент и не раскрывает отдельные финансовые показатели по каждому бренду.

1) **Royal Caribbean International.** Крупнейший бренд компании, ориентированный на широкую аудиторию: семьи с детьми, пары, активных путешественников. Бренд предлагает круизы по маршрутам в Карибском бассейне, Европе, Азии и другим регионам. Флот Royal Caribbean International состоит из «мега-лайнеров» с разнообразной инфраструктурой: аквапарками, скалодромами, симуляторами сёрфинга и ресторанами. По состоянию на конец 1 квартала 2025 года в его состав входило 28 судов с вместимостью в 104 тысячи койко-мест.

2) **Celebrity Cruises.** Премиальный бренд, специализирующийся на круизах с повышенным уровнем комфорта и сервиса. Предлагает маршруты по традиционным направлениям, включая Средиземное море, Карибы, Аляску и Галапагосские острова, с акцентом на гастрономию, современный дизайн и расширенный набор услуг. Его флот состоит из 16 судов вместимостью в 36 тыс. койко-мест.

Рисунок 4. Распределение флота (внешний круг) и вместимости RCL по брендам



Источник: Данные компании

3) **Silversea Cruises.** Ультра-люксовый бренд с небольшими по размеру судами, позволяющими заходить в малодоступные порты. Отличается персонализированным сервисом «всё включено», просторными сьютами с видом на океан и бутиковым оформлением интерьеров. Предлагает уникальные маршруты в Антарктиду, Арктику, Африку, Австралию и к экзотическим островам. Его флот включает 12 судов на 4 600 койко-мест.

4) **TUI Cruises (50%-ное совместное предприятие с TUI AG).** Бренд, ориентированный на немецкоязычную аудиторию с концепцией «премиум всё включено». Предлагает круизы по Средиземному морю, Северной Европе, Карибам и другим популярным направлениям с учётом предпочтений гостей из Германии, Австрии и Швейцарии. В его флот входят 8 судов на 23 тыс. койко-мест.

5) **Harpag-Lloyd Cruises (50%-ное совместное предприятие с TUI AG).** Бренд, специализирующийся на экспедиционных и люксовых круизах по удалённым регионам мира, включая Антарктиду и Арктику. Флот состоит из 5 небольших судов, позволяющих обеспечить камерную обстановку, персонализированное обслуживание и доступ к труднодоступным портам. Их вместимость составляет 1 600 койко-мест.

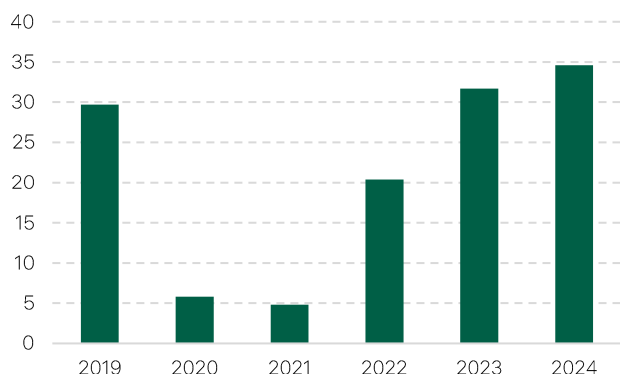
Royal Caribbean учитывает финансовые результаты TUI Cruises и Harpag-Lloyd Cruises по методу долевого участия. Соответственно, их результаты не консолидируются построчно в финансовую отчётность группы, а отражаются в составе прибыли от инвестиций в совместные предприятия.

Анализ сектора: устойчивый спрос, новая волна путешественников и восстановление маржинальности – попутные ветры после пандемийного шторма

Ключевые выводы

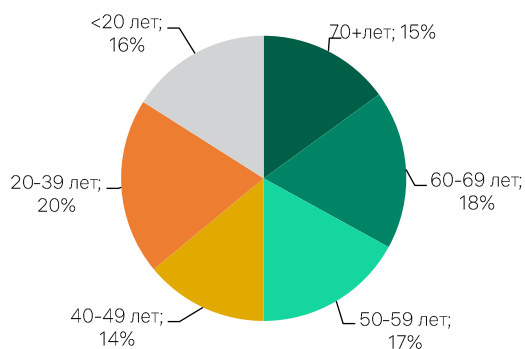
- Пассажиропоток в 2024 году превысил допандемийный уровень, при этом низкое проникновение круизов на массовый рынок указывает на значительный потенциал роста.
- Индустрия успешно расширяет адресный рынок за счёт привлечения новых демографических групп, включая миллениалов.
- Увеличение доли бортовых доходов, развитие программ лояльности, инвестиции в частные острова и цифровые технологии усиливают маржинальность и формируют дополнительные источники выручки, одновременно укрепляя дифференциацию продукта.
- Обновление флота и ограниченный ввод новых мощностей формируют благоприятный баланс спроса и предложения.
- Уникальность продукта и устойчивость спроса, в сравнении с другими сегментами туристической отрасли, даже в условиях рецессий, снижают риски

Рисунок 5. Динамика пассажиропотока круизной индустрии, млн человек



Источник: CLIA

Рисунок 6. Распределение круизных пассажиров по возрастным группам в 2024 году



Источник: CLIA

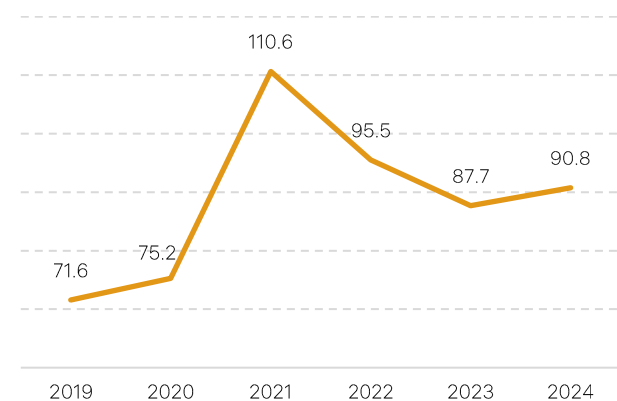
для держателей облигаций и поддерживают стабильность денежных потоков.

Круизная индустрия оказалась одной из наиболее пострадавших от пандемии: в 2020–2021 гг. объёмы перевозок сократились на 80–85% по сравнению с допандемийным уровнем, опустившись до 4.8–5.8 млн пассажиров, по оценкам Cruise Lines International Association (CLIA). Тем не менее, в последующие годы отрасль не только восстановилась, но и вернулась к устойчивой траектории роста. В 2024 году круизными суднами воспользовались около 34.6 млн пассажиров, что на 16.5% больше по сравнению с допандемийным 2019 годом и на 9.3% больше, чем годом ранее. Прогноз на 2025 год предполагает дальнейший рост – до 37.7 млн пассажиров. При этом проникновение круизов на массовый туристический рынок остаётся ограниченным: согласно оценкам Goldman Sachs, в США в 2023 году только 4.6% населения воспользовались круизными услугами, что лишь немного выше уровня 2019 года (4.4%). Такая низкая база, особенно в сравнении с уровнями проникновения наземных альтернатив круизам, на примере Лас-Вегаса (~10%), предлагающего казино, и Орlando (~18%), известного тематическими парками развлечений, указывает на существенный неиспользованный потенциал роста и расширения клиентской базы.

Одновременно с этим меняется и структура спроса. Круизная индустрия всё активнее привлекает новые демографические группы. Согласно данным CLIA на 2024 год, для 31% пассажиров за последние два года круиз стал первым опытом (в сравнении с 27% в 2023 году и 24% в 2019 году), а миллениалы входят в число наиболее активных планировщиков круизных путешествий. Дополнительно всё чаще фиксируются многопоколенные поездки, в которых старшее поколение финансирует отдых всей семьи, включая детей и внуков. В 2024 году количество туристов, путешествующих такими группами, составило 28% от всех пассажиров. Это способствует дальнейшему расширению охвата рынка за счёт привлечения более молодых поколений, в то время как традиционно именно старшие поколения уже являлись целевой аудиторией круизов. В результате происходит структурное увеличение адресного рынка (Total Addressable Market – TAM), что позволяет говорить не только о восстановлении, но и о качественном росте спроса.

Вместе с изменениями в потребительском поведении отрасль демонстрирует высокую дисциплину в управлении доходами. В отличие от практики допандемического периода, когда повышение загрузки судов достигалось за счёт активного дисконтирования билетов, сегодня компании делают акцент на сохранении ценовой стабильности и отказе от масштабных распродаж в последнюю минуту. Более того, во время пандемии операторы сознательно удерживали цены, даже при сниженной загрузке, что позволило сохранить

Рисунок 7. Динамика бортовых расходов (в расчёте на пассажирокрызизный день) у крупнейших круизных операторов (RCL, CCL, NCLH), \$



Источник: Данные компаний

ценовую премию и избежать «девальвации продукта». Впоследствии это дало возможность не только вернуться к допандемийным тарифам, но и закрепить устойчивую ценовую политику. Увеличился и горизонт предварительного бронирования. «Кривые бронирования» заметно удлинились: значительная часть кают продаётся задолго до начала круизного сезона и по более высоким тарифам. В отдельных случаях загрузка на первые месяцы года обеспечивается ещё до его наступления.

Существенным источником дополнительной маржинальности остаются бортовые доходы. Как отмечают аналитики Goldman Sachs, расходы на борту (в расчёте на пассажирокрызизный день) в среднем выросли более чем на 25% по сравнению с 2019 годом. Этот рост объясняется как более активным бронированием дополнительных пакетов услуг до начала поездки, так и эффектом так называемых «свежих кошельков» – когда основные расходы оплачены заранее, и пассажиры более склонны к дополнительным тратам во время круиза. По оценкам круизных операторов, до 40–50% всех расходов теперь приходится на предварительно оплаченные пакеты. Дополнительно стимулируют доход и программы лояльности: например, участники такой программы от RCL тратят в среднем в пять раз больше, чем остальные пассажиры.

На фоне дисциплинированного подхода к доходам в отрасли наблюдается и ограниченный рост предложения. По оценкам Goldman Sachs, в ближайшие годы объём новых мощностей будет увеличиваться лишь на несколько процентов в год – значительно медленнее, чем в докризисный период. Это обусловлено тем, что в период пандемии большинство операторов приостановили размещение заказов на строительство новых судов. В таких условиях даже умеренный рост спроса способен полностью компенсировать появляющееся предложение, что создаёт благоприятный баланс на рынке. В частности, аналитики банка считают, что совокупному спросу на круизы достаточно расти лишь на 3% в год для того, чтобы поглотить новое предложение на рынке.

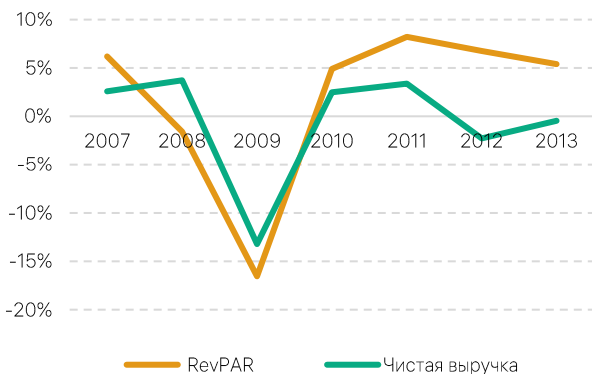
Параллельно происходит обновление флота. Крупные игроки вывели из эксплуатации устаревшие и неэффективные суда, заменяя их современными «мега-лайнерами» с улучшенной энергоэффективностью, большей вместимостью и расширенной инфраструктурой на борту. Такие суда обеспечивают выручку и EBITDA до двух раз выше по сравнению с предыдущим поколением судов. Это повышает рентабельность капитала и укрепляет балансы компаний. Более того, новые суда не оказывают давления на цены, а напротив – способствуют росту спроса за счёт эффекта новизны и улучшения потребительского опыта. Таким образом, отрасль сместилась от модели, ориентированной на объём, к модели, ориентированной на ценность.

Рисунок 8. Сравнение динамики основных операционных метрик различных сегментов туристической отрасли во время финансового кризиса 2008 года



Источник: Данные компаний, Goldman Sachs Investment Research

Рисунок 9. Динамика г/г изменения RevPAR отелей в США и чистой выручки крупнейших круизных операторов во время финансового кризиса 2008 года, %

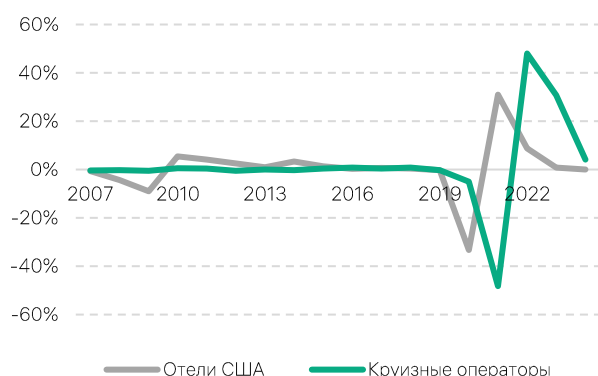


Источник: STR, Factset, Goldman Sachs Investment Research, данные компаний

Дополнительным элементом стратегии повышения ценности предложения стали инвестиции в уникальные направления и технологические решения. Частные острова и пляжные клубы позволяют создавать эксклюзивные маршруты с высокой добавленной стоимостью. Они обеспечивают премию к тарифу (до 15%) и дополнительно стимулируют бортовые траты. Круизные линии уже реализовали несколько подобных проектов и планируют дальнейшее расширение инфраструктуры до конца десятилетия. Это создаёт дополнительные точки роста доходности без необходимости увеличения вместимости флота. В свою очередь, технологическая трансформация способствует повышению эффективности. Компании активно внедряют цифровые платформы и используют инструменты искусственного интеллекта для персонализации предложений, управления ценообразованием и стимулирования дополнительных продаж. Высокоскоростной спутниковый интернет, индивидуализированные пакеты, программы лояльности и расширенная аналитика поведения пассажиров позволяют компаниям «дважды монетизировать» клиента – на этапе бронирования и непосредственно на борту. Такой подход укрепляет конкурентные позиции круизных операторов в сравнении с наземными альтернативами и позволяет удерживать ценовую премию. Учитывая, что круизы в среднем остаются примерно на 20%-40% дешевле сопоставимого по качеству наземного отдыха, уникальность продукта усиливает воспринимаемую потребительскую ценность и способствует дальнейшему расширению спроса.

На фоне всех этих изменений круизная отрасль демонстрирует устойчивость даже в условиях цикличности. Исторически спрос на круизы чувствителен к макроэкономическим условиям, но реагирует с запозданием. Например, Goldman Sachs отмечают, что во время мирового финансового кризиса падение чистой выручки круизов (выручки за вычетом прямых расходов) составило порядка 12%, тогда как гостиничный сектор в США фиксировал снижение RevPAR (выручки на доступный номер) до 20%. В текущем цикле отрасль застрахована за счёт удлинённых «кривых бронирования», высокой доли предварительной загрузки и привлекательного ценового предложения, особенно в сравнении с другими форматами отдыха. А в периоды экономической нестабильности, как отмечают в S&P Global, круизы становятся более востребованной альтернативой. В частности, это происходит из-за упомянутой выше дешевизны круизов относительно наземных альтернатив. Потребители, ориентированные на бюджет, склонны переключаться с дорогих наземных маршрутов на морские путешествия и круизы, обеспечивая стабильные коэффициенты загрузки. Спрос на круизы также более устойчив в сравнении с отелями и авиаперелётами, так как круизы, спрос на которые состоит исключительно из потребителей, не страдают от оттока бизнес-клиентов в периоды рецессий. Это

Рисунок 10. Динамика г/г изменения коэффициента загрузки отелей в США и крупнейших круизных операторов, %



Источник: STR, Factset, Goldman Sachs Investment Research, Cushman & Wakefield, данные компаний

формирует естественный «буфер» спроса, смягчающий воздействие кризисов.

Совокупность перечисленных факторов – устойчивый и растущий спрос, дисциплинированное управление доходами, ограниченное предложение, уникальность продукта и модернизация активов – формируют новый, более устойчивый облик круизной индустрии. Для держателей облигаций это означает более стабильные денежные потоки, сниженные риски дефолта и повышенную надёжность обслуживания долга в различных макроэкономических сценариях. Улучшенные фундаментальные характеристики сектора существенно повышают его инвестиционную привлекательность с точки зрения кредитного риска и предсказуемости доходов.

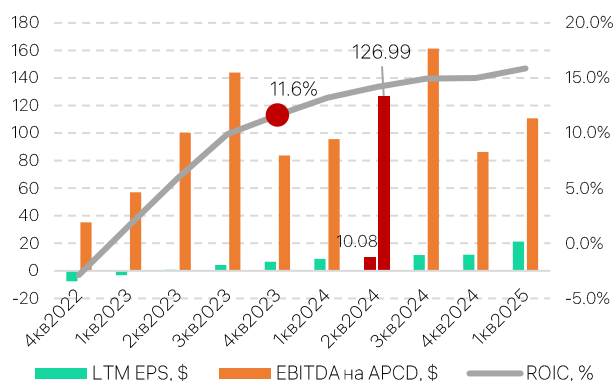
Royal Caribbean задаёт стандарт операционной эффективности в индустрии через стратегические программы Trifecta и Perfecta

В рамках восстановления после пандемии, Royal Caribbean объявила о реализации двух масштабных стратегических программ Trifecta и Perfecta, направленных на устойчивое улучшение финансовых и операционных показателей.

Программа Trifecta, запущенная в третьем квартале 2022 года, предполагала достижение трёх финансовых целей к концу 2025 года: трёхзначного показателя скорректированной EBITDA на пассажиро-круизный день (adjusted EBITDA per APCD), двузначной скорректированной прибыли на акцию (adjusted EPS) и двузначной доходности на вложенный капитал (ROIC). Эти цели были достигнуты существенно раньше заявленного срока – во 2 квартале 2024 года. В том отчётном периоде компания зафиксировала скорректированную EPS на уровне \$10.39, adjusted EBITDA per APCD в \$127 и ROIC в 14.2%, что свидетельствует о высокой эффективности операционного управления и подтверждает реализуемость амбициозных стратегических ориентиров. Досрочное выполнение ключевых метрик укрепляет доверие к планам руководства и создаёт прочную основу для перехода к следующему этапу развития.

В начале 2025 года, на базе успеха Trifecta, компания разработала новую трёхлетнюю инициативу – Perfecta, нацеленную на дальнейшее повышение рентабельности и рост прибыли. В рамках этой программы RCL планирует обеспечить совокупный годовой темп роста скорректированной EPS на уровне более 20%, а также достичь ROIC в диапазоне высоких двузначных значений, то есть не ниже 16%. Отличительной чертой Perfecta является её фокус на стратегических драйверах долгосрочного роста, выходящих за рамки циклического восстановления. Ключевыми направлениями программы являются извлечение выгоды из ценового преимущества круизов по сравнению с наземными альтернативами, повышение клиентской вовлечённости за счёт цифровых

Рисунок 11. Динамика г/г ключевых операционных показателей, приоритезируемых в рамках программ Trifecta и Perfecta



Источник: данные компании

решений, а также расширение охвата глобального рынка отдыха.

В ближайшие годы RCL планирует наращивать пропускную способность (т.е. количество пассажирокруизных дней, предлагаемых компанией) умеренными темпами – около 6% в год до 2028 года, что выше среднеотраслевого роста, прогнозируемого на уровне 3%. Вместе с этим менеджмент ожидает, что им удастся добиться темпов роста чистой выручки в низком или среднем однозначном диапазоне, в среднем около 3.5% год, что соответствует допандемийным уровням. На стороне расходов компания придерживается дисциплинированного подхода и ориентируется на среднегодовой рост затрат на уровне 1.75%, что примерно вдвое ниже прогнозируемого роста чистой выручки. Такое соотношение темпов роста доходов и расходов должно позволить добиться дальнейшего улучшения маржинальности бизнеса. Также следует отметить ответственный подход RCL к управлению структурой капитала. Компания намерена поддерживать коэффициент чистого долга на уровне ниже 3.0х, что сигнализирует о стремлении к инвестиционному кредитному профилю и сокращению финансовых рисков.

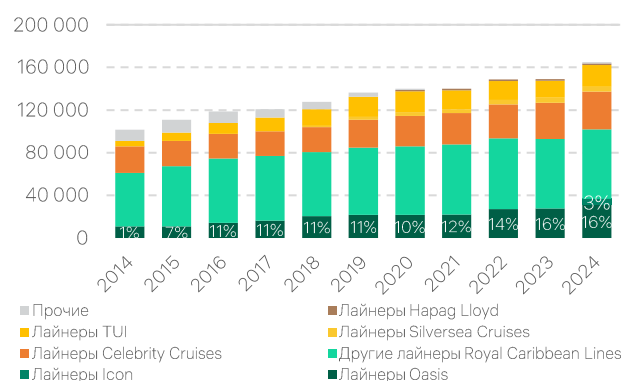
Таким образом, успешная реализация программы Trifecta заложила прочную основу, продемонстрировав способность Royal Caribbean превосходить амбициозные финансовые цели. А последующая программа Perfecta представляет собой комплексную и агрессивную стратегию, направленную на развитие этого успеха. Эти программы позиционируют Royal Caribbean не просто как компанию, восстанавливающуюся после пандемии, а как лидера отрасли, способного обеспечить стабильный рост прибыли, сокращение долговой нагрузки и постоянное увеличение операционной маржи.

Прочный фундамент финансовой устойчивости за счёт лидерства в сегментах «мега-лайнеров» и частных островов, а также выхода на новые направления бизнеса

Рост операционных показателей компании обеспечивается не только за счёт циклического восстановления круизной индустрии, но и за счёт органического наращивания собственной доли рынка. Для достижения этих инициатив менеджмент активно работает над повышением ценности имеющихся предложений, а также над развитием новых источников выручки.

В анализе сектора мы упоминали, что одним из ключевых трендов в круизной индустрии является масштабное обновление флота за счёт ввода «мега-лайнеров». Именно Royal Caribbean стала пионером этого сегмента, первой выведя на рынок лайнеры принципиально нового масштаба – начиная с класса *Oasis* и далее развив эту концепцию в линейке *Icon*, задав тем самым стандарт для всей отрасли. В рамках развития имеющихся продуктов компания делает ставку на дальнейшее расширение флота за счёт ввода новых «мега-лайнеров». Эти суда

Рисунок 12. Пассажироместимость лайнеров под брендами RCL (чел.) и доля лайнеров классов Icon и Oasis (%)



Источник: данные компании, Goldman Sachs Investment Research

обладают крупнейшей в индустрии вместимостью и развитой архитектурой досуга, включающей тематические зоны отдыха, широкий выбор кают, семейные пространства и передовые развлекательные форматы. Такой подход обеспечивает высокий уровень удовлетворённости гостей, стимулирует траты на борту и позволяет взимать премиальные тарифы. Особенно выраженный эффект демонстрирует новейший класс Icon: первый лайнер серии – *Icon of the Seas*, представленный в 2024 году, показал загрузку на уровне свыше 130%² при одновременном росте доходности, что, по заявлению менеджмента, превзошло даже внутренние оптимистичные ожидания. Кроме того, суда этого класса, как и последние представители линейки *Oasis*, стали первыми в истории компании, работающими на сжиженном природном газе (СПГ), что позволяет существенно сократить расходы на топливо и повысить экологическую устойчивость компании. На текущий момент флот RCL включает шесть судов класса *Oasis* и один лайнер класса *Icon*. Второе судно серии *Icon* – *Star of the Seas* – должно выйти в эксплуатацию 31 августа 2025 года, а в период 2026–2028 гг. компания планирует ввести ещё два лайнера *Icon* и один *Oasis* – по одному судну в год. Таким образом, расширение флота судов нового уровня формирует устойчивый драйвер роста ценности имеющихся предложений.

С точки зрения создания новых источников выручки, одним из ключевых направлений бизнеса компании является развитие собственной инфраструктуры частных островов и пляжных клубов, которые становятся полноценными стратегическими активами. Как и в случае с «мега-лайнерами», где Royal Caribbean стала пионером в индустрии, выведя на рынок суда принципиально нового масштаба, компания также одной из первых реализовала концепцию частного острова, превратив её из логистической функции в масштабируемую бизнес-модель. Начав с запуска *Perfect Day at CocoCay* в 2019 году, RCL создала уникальный формат дневного курортного отдыха, интегрированного в круизный маршрут. Эти объекты обеспечивают более высокий средний доход на пассажира за счёт премиальных зон, платных развлечений и заранее бронируемых пакетов. Например, на *CocoCay* уровень дополнительных расходов гостей значительно превышает показатели на обычных маршрутах, а общая доходность, согласно *Financial Times*, растёт на 8%. Владение направлением позволяет RCL не только контролировать качество сервиса, но и удерживать 100% всех расходов гостей, интернализуя выручку, которая в традиционных портах уходит сторонним операторам. Успех *CocoCay* стал основой масштабной стратегии: к 2027 году ожидается запуск *Perfect Day Mexico*, а также *Royal Beach Clubs* на островах Парадайз Айланд, Багамы и Косумель, Мексика. По оценкам руководства, к этому времени около 90% всех пассажиров карибских маршрутов будут посещать частные локации компании, что значительно повысит

² Коэффициент загрузки может превышать 100%, если в каютах размещается больше пассажиров, чем предусмотрено стандартной вместимостью в 2 человека.

степень контроля RCL над качеством клиентского опыта и монетизацией поездки. Стоит подчеркнуть, что частные острова не только являются самостоятельным источником выручки, но и имеют заметную синергию с «мега-лайнерами»: такие лайнеры, как Icon of the Seas, требуют премиальных направлений, способных справиться с увеличенной вместимостью и обеспечить уникальный опыт. В этом контексте Perfect Day выступает продолжением борта и усиливает продуктовую дифференциацию. Таким образом, RCL переходит от модели продажи круизов к продаже интегрированной, высокодоходной экосистемы отдыха, где частные острова играют ключевую роль в росте доходов, повышении маржинальности и укреплении конкурентных преимуществ.

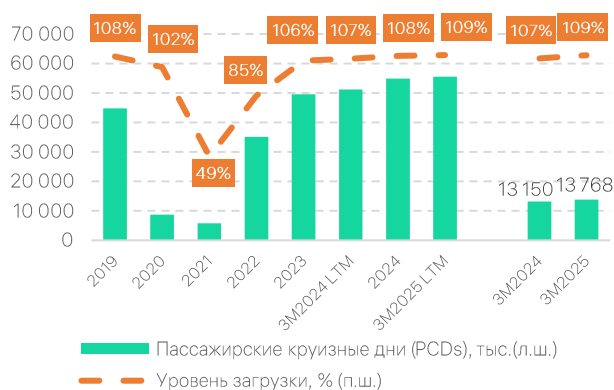
Ещё одним направлением диверсификации выручки Royal Caribbean станет выход на рынок речных круизов Европы – одного из самых быстрорастущих премиальных сегментов туризма. В начале 2025 года компания объявила о запуске бренда Celebrity River Cruises с началом операций в 2027 году. Изначально планируется ввод двух судов, с расширением флота до десяти единиц к 2029 году. Речные круизы ориентированы на более зрелую аудиторию и спокойный формат отдыха, а бренд Celebrity позволит задействовать уже существующую лояльную клиентскую базу. Несмотря на умеренный ожидаемый вклад в EBITDA — около \$140 млн или 1.4% к 2029 году (по оценке Goldman Sachs), проект создаёт новые точки роста за счёт расширения охвата, возможностей кросс-продаж и укрепления глобального присутствия без конкуренции с основным продуктом.

Таким образом, Royal Caribbean стремится не просто следовать за ростом круизного рынка, а формировать его структуру, последовательно усиливая как ценность существующих направлений, так и развивая новые источники выручки. Масштабирование флота за счёт «мега-лайнеров», развитие частной инфраструктуры и выход на рынок речных круизов создают устойчивый операционный профиль, способный поддерживать рост компании в разных макроэкономических сценариях. Такой подход отражает стратегическую направленность менеджмента на долгосрочное укрепление рыночных позиций Royal Caribbean как глобального лидера круизной индустрии, что способствует снижению кредитных рисков и улучшению способности компании обслуживать долговую нагрузку в среднесрочной перспективе.

Продолжение стремительного роста финансовых показателей в 1 квартале 2025 года

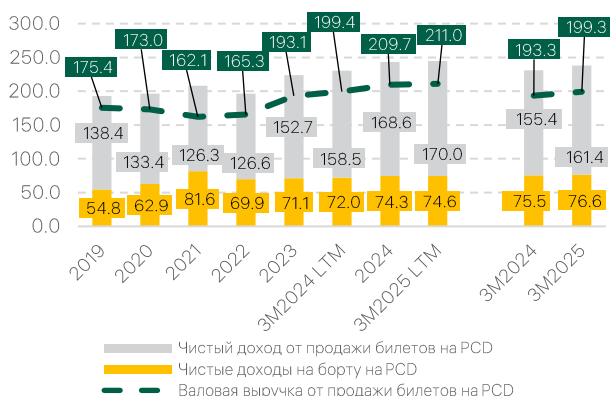
Выручка Royal Caribbean в 1 квартале 2025 года составила \$4.0 млрд, увеличившись на 7.3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основными драйверами роста стали как доходы от продажи билетов (\$2.7 млрд, +7.9% г/г), так и доходы от услуг на борту и прочих источников (\$1.3 млрд, +5.8% г/г). Это было достигнуто благодаря увеличению числа доступных

Рисунок 13. Количество пассажирокруизных дней (PCDs) и уровень загрузки лайнеров RCL



Источник: данные компании

Рисунок 14. Динамика и структура чистой выручки на PCD RCL



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

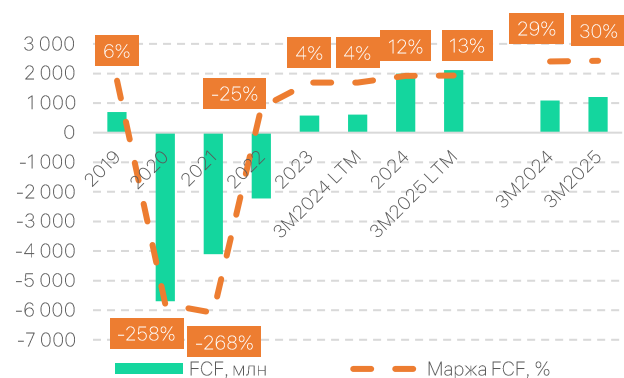
пассажирокруизных дней на 3% г/г и повышению коэффициента загрузки флота до 108.8% (+120 бп г/г). Дополнительно компания повысила среднюю цену билетов на 3.1% – до 199.3 \$/пассажирокруизный день, а средний доход от бортовых услуг увеличился на 2.0% – до 93.0 \$/пассажирокруизный день. Прямые расходы на круизы (комиссионные, транспортные, бортовые и прочие расходы) остались практически неизменными на уровне 52.5 \$/пассажирокруизный день, в связи с чем чистая выручка на пассажирокруизный день компании выросла до \$238 (3.0% г/г).

Доля прочих круизных операционных расходов от выручки сократилась с 36.6% в 1 квартале 2024 года до 33.9% в 1 квартале 2025 года благодаря 9.1% снижению расходов на топливо г/г (с \$304 млн до \$276 млн или с 8.2% от выручки до 6.9%) и 4.1% снижению прочих расходов. Административные расходы и расходы на реализацию также сократились с 14.4% от выручки до 14.1%, в связи с чем маржа EBITDA компании выросла на 350 бп и составила 34.0% при абсолютном значении EBITDA в \$1.4 млрд (против \$1.1 млрд в 1 квартале 2024 года). Компании также удалось сократить процентные расходы на \$175 млн до \$249 млн. Данное снижение связано с признанием убытка от досрочного погашения долга в 1 квартале 2024 года на сумму в \$116 млн (в сравнении с \$10.2 млн в 1 квартале 2025 года), а также с общим сокращением процентных расходов на \$51 млн. Наконец, доход от инвестиций в ассоциированные и совместные предприятия увеличился с \$41 млн до \$48 млн (+17.1% г/г). Таким образом, чистая прибыль компании сложилась на уровне \$731 млн (маржа 26.6%), в сравнении с \$360 млн при марже в 14.2% в 1 квартале 2024 года.

Стоит отметить, что круизные операторы в США не платят подоходные налоги. Это связано с тем, что они зарегистрированы в иностранных юрисдикциях и получают доходы преимущественно от международной эксплуатации судов, которые, в соответствии с разделом 883 Налогового кодекса США, освобождаются от налогообложения. Компания также использует режимы тоннажного налогообложения и налоговые соглашения с другими странами, позволяющие минимизировать налоговые расходы при соблюдении необходимых условий. В результате в отчёте о прибылях и убытках компании отсутствует строка с расходами по налогу на прибыль, а её прибыль до налогообложения совпадает с показателем чистой прибыли.

Вместе с ростом чистой прибыли, RCL удалось нарастить и свой операционный денежный поток (OCF) на 22.6% с \$1.3 млрд в 1 квартале 2024 года до \$1.6 млрд в аналогичном периоде 2025 года. Однако, компания увеличила свои капитальные затраты в 1 квартале сразу на 76.9% до \$428 млн. Несмотря на это, свободный денежный поток (FCF) компании сохранил положительную динамику, составив \$1.2 млрд, что превышает показатели предыдущего года на \$114 млн. Значительный рост денежных потоков наблюдался не

Рисунок 15. Свободный денежный поток и маржа FCF RCL



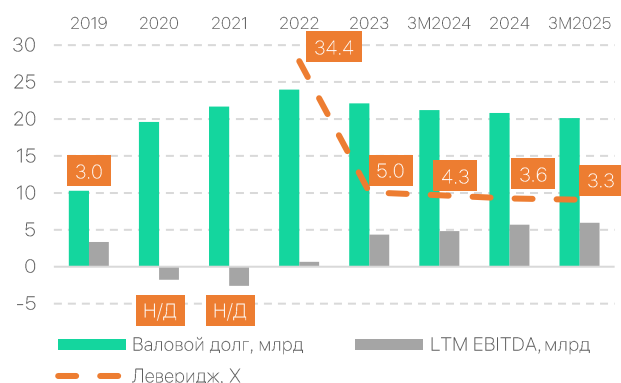
Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

только на горизонте одного квартала, но и на горизонте 12 месяцев. OCF за последние 12 месяцев (LTM) по состоянию на конец 1 квартала 2025 года составил \$5.6 млрд, а FCF – \$2.1 млрд, что превышает показатели аналогичного периода прошлого года на 23.8% и 247.4% соответственно. Маржа FCF за последние 12 месяцев составила 12.6%, что превышает аналогичный показатель до-пандемийного 2019 года (6.3%) в 2 раза.

Также стоит отметить, что в 3 квартале 2024 года компания возобновила выплату дивидендов, а в 1 квартале 2025 года – программу по выкупу акций, после их приостановки во время пандемии в 2020 году. В 2024 году компания выплатила дивиденды на \$107 млн, а в 1 квартале 2025 года объём дивидендов и выкупа акций составил \$389 млн. В 2025 году компания намерена выкупить собственные акции на сумму \$1 млрд, при этом \$241 млн уже реализовано в первом квартале. Также в феврале 2025 года компания объявила об увеличении размера квартального дивиденда с 0.55 \$/акцию до 0.75 \$/акцию. Мы полагаем, что возобновление программы возврата капитала акционерам не окажет существенного негативного воздействия на кредитное качество компании, даже в случае резкого замедления бизнеса в течение срока нашей рекомендации. Во-первых, основной объём выплат акционерам в настоящее время приходится на обратный выкуп акций, реализация которого, в отличие от дивидендов, не является обязательной. Это сохраняет компании гибкость при управлении ликвидностью – при сокращении денежных потоков обратный выкуп может быть приостановлен для обеспечения своевременного обслуживания долга. Во-вторых, опыт периода пандемии показал готовность менеджмента приоритетно поддерживать кредитные метрики, временно отказываясь от выплат акционерам. Поэтому мы не исключаем возможность приостановки выплаты дивидендов при необходимости сохранить устойчивый баланс, особенно с учётом недавнего достижения компанией «инвестиционного» уровня кредитных рейтингов.

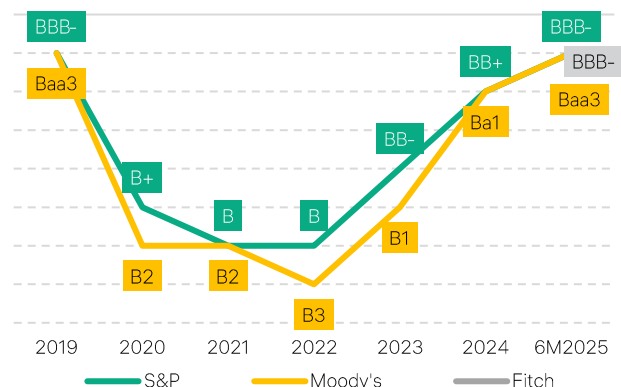
Консенсус-прогноз аналитиков (согласно данным Bloomberg) предполагает, что положительная динамика Royal Caribbean сохранится и в следующие несколько лет. Ожидается, что выручка компании в 2025 году сложится на уровне \$18.0 млрд, в 2026 году – \$19.7 млрд, а в 2027 – \$21.3 млрд благодаря росту количества доступных пассажирокруизных дней с 50.6 млн в 2024 году до 59.5 млн в 2027 году за счёт ввода в эксплуатацию новых кораблей, а также сохранению уровня загрузки судов в районе 109.3%-109.5%. Это предполагает ежегодный прирост выручки в 9.3%, 9.3% и 8.2% соответственно. Также прогнозируется, что чистая выручка на пассажирокруизный день вырастет с \$243 в 2024 году до \$265 в 2027 году, что подразумевает CAGR в 2.9%. Вкупе с сокращением прочих операционных расходов, по мнению аналитиков, компания сумеет нарастить маржу скорректированной EBITDA (EBITDA за вычетом

Рисунок 16. Объём валового долга, EBITDA и леверидж (чистый долг/EBITDA) RCL



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 17. Динамика кредитных рейтингов RCL



Источник: S&P Global, Moody's, Fitch

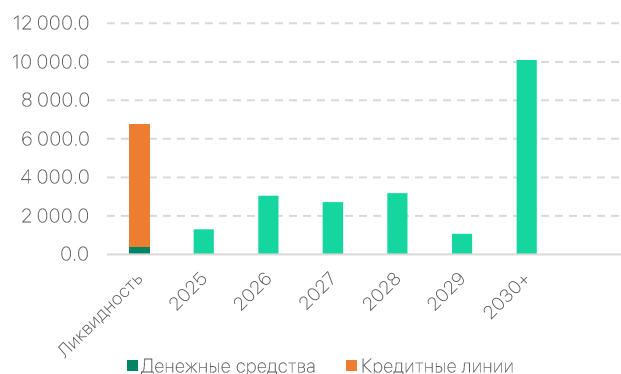
единоразовых расходов) до 38.0%-39.0%, в сравнении с 36.2% в 2024 году.

RCL возвращается в инвестиционный сегмент благодаря успешному сокращению долговой нагрузки до предкризисных уровней

Во время пандемии в 2020 году компания столкнулась с потерей основного источника выручки и резким оттоком клиентских депозитов из-за приостановки круизных операций. Чтобы обеспечить финансовую устойчивость и поддержать ликвидность в условиях отсутствия доходов, руководство приняло решение о привлечении значительного объема заёмных средств. В 2020 году объём валового долга компании (с учётом обязательств по аренде) практически удвоился – с \$10.3 млрд до \$19.6 млрд, а в 2022 году он достиг максимума в \$24 млрд. Параллельно с ростом долговой нагрузки, бизнес компании продолжал полностью или частично «простаивать» вплоть до 2 квартала 2022 года, когда количество доступных пассажирских круизных дней впервые приблизилось к уровням 2019 года. На фоне значительно сократившейся выручки и сохраняющихся фиксированных расходов, Royal Caribbean столкнулась с несколькими периодами негативной EBITDA, что побудило рейтинговые агентства значительно понизить кредитные рейтинги. Так, S&P понизило компанию в «высокодоходную» категорию уже в апреле 2020 года, присвоив ей рейтинг BB, а после череды пересмотров, к февралю 2021 года, кредитный рейтинг опустился вплоть до B. Схожая ситуация наблюдалась и с рейтингом от Moody's: в мае 2020 года он был понижен до Baa2, а к августу 2022 – до B1.

Однако, по мере снятия пандемийных ограничений и возобновления круизов, RCL удалось не только восстановить операционные показатели, но и даже превзойти до-пандемийные уровни. Так, например, LTM EBITDA в \$5.9 млрд при марже в 35.4% превосходит уровни 2019 года сразу на 78.2%, что отражает не только рост выручки на 53%, но и улучшение маржинальности в 500 бп. LTM уровень загрузки (108.9%) и чистая выручка на пассажирокруизный день (\$245) также превышают уровни 2019 года на 78 бп и 26.6% соответственно. Такое стремительное восстановление позволило компании вернуться к сокращению валового долга уже в 2023 году и к концу 1 квартала 2025 года объём долга Royal Caribbean составляет \$20.1 млрд, что на 16.1% меньше пиковых значений в конце 2022 года. Объём денежных средств и их эквивалентов на конец 1 квартала 2025 года составлял \$386 млн, что подразумевало чистый долг компании в размере \$19.7 млрд. И хотя это значение всё ещё превышает уровень 2019 года (\$10.1 млрд) почти в 2 раза, увеличившаяся за этот период EBITDA позволяет компании иметь леверидж (выраженный как соотношение чистого долга к EBITDA) на уровне в 3.3х, что лишь на 0.3х выше, чем в конце 2019 года. Это означает, что текущий объём долга указывает не на структурные проблемы эмитента, а является отражением значительного расширения масштаба бизнеса компании. Рост EBITDA

Рисунок 18. Ликвидность и график погашения долга RCL, \$ млрд



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

также обеспечивает коэффициент покрытия процентных расходов на уровне 5.5x. Несмотря на то что это ниже значения 2019 года (8.1x), данный показатель остаётся на комфортном уровне.

Таким образом можно заключить, что компания смогла успешно восстановить своё кредитное качество после значительного ослабления из-за внешнего шока, вызванного пандемией. Более того, мы видим перспективу для дальнейшего улучшения кредитных метрик компании на фоне сохраняющейся позитивной динамики финансовых результатов компании и круизной индустрии в целом и допустим, что они могут превзойти уровни 2019 года уже в ближайшие 12 месяцев. Наша уверенность в финансовой устойчивости компании подкрепляется и большим объёмом ликвидности. В мае 2025 года объём доступной кредитной линии RCL был увеличен до \$6.4 млрд, из которых половина доступна до октября 2028 года, а вторая – до октября 2030 года. Таким образом, совокупный объём доступной ликвидности компании составляет \$6.7 млрд, чего достаточно для комфортного покрытия выплат по долгу в течение ближайших двух лет. В целом, график погашения в течение срока нашей рекомендации является умеренным, и не предполагает выплат более чем на \$3 млрд в год.

Наше положительное мнение о кредитном профиле Royal Caribbean разделяют и рейтинговые агентства. В начале этого года Moody's и S&P вернули компании «инвестиционный» рейтинг и также отметили перспективы сокращения левериджа ниже 3.0x уже в 2025-2026 гг.

Рейтинговые агентства о Royal Caribbean Cruises Ltd.

Moody's

Рейтинг Baa3 (прогноз «позитивный»). В мае 2025 года Moody's повысило кредитный рейтинг компании до инвестиционного уровня – с Ba1 до Baa3. Агентство отметило ведущую операционную эффективность компании среди конкурентов по круизной индустрии и продолжающееся улучшение кредитных метрик. Moody's положительно оценивает демонстрируемые компанией темпы роста выручки и прибыли благодаря расширению флота, повышению расходов пассажиров на борту и развитию собственных береговых направлений (Perfect Day, Beach Club и др.). Агентство также подчёркивает разумный уровень левериджа компании, с перспективой снижения ниже 3.0x в 2025-2026 гг., а также перспективы дальнейшего роста свободного денежного потока по мере снижения капитальных затрат после 2025 года. Наконец, в качестве поддержки для рейтинга выступает высокая ликвидность и практика финансирования новых судов с помощью гарантий экспортных кредитных агентств. В качестве основных рисков для компании агентство подчеркнуло рост затрат, в том числе на топливо, подверженность спроса экономическим циклам и конкуренцию со стороны альтернативных вариантов наземного отдыха.

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). S&P стало первым рейтинговым агентством, присвоившим компании инвестиционный кредитный рейтинг в феврале 2025 года. Данное решение отражает сильное бронирование круизов на 2025 год по повышенным ценам (на момент выхода отчёта агентства компания продала 2/3 доступных ёмкостей на 2025 год), что обеспечивает высокую видимость доходов и способствует росту денежных потоков. Дополнительную поддержку рейтингу оказывают устойчивый спрос, особенно в Северной Америке, и возможность RCL сохранять платёжеспособность даже при экономических спадах, в том числе благодаря гибкой политике по выплате дивидендов и выкупу акций. При этом, как упоминалось в анализе сектора, S&P ожидают, что спрос на круизы продолжит оставаться стабильным даже при ухудшении макроэкономической ситуации: потребители сохранят стремление отдыхать, что побудит их искать более доступные варианты путешествий, а не полностью отказываться от поездок. В этих условиях круизные операторы могут оказаться в выигрыше благодаря ценовому преимуществу круизов по сравнению с наземными видами отдыха. Учитывая эти факторы, S&P считают, что Royal Caribbean смогут продолжить улучшать свой кредитный профиль, придерживаясь финансовой политики, предусматривающей ограничение долговой нагрузки на уровне ниже 3.5х. В качестве одного из основных рисков агентство подчёркивает высокую капиталоемкость круизной отрасли. Строительство новых судов требует значительных средств при фиксированном графике приёма, а обязательства сохраняются независимо от экономического цикла, поэтому при циклическом замедлении и снижении операционной прибыли необходимость привлекать дополнительный долг может существенно затруднить сокращение долговой нагрузки и ухудшить кредитные метрики. Однако, по мнению S&P, компания имеет управляемый график приёма новых кораблей в ближайшие годы.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз «позитивный»). Fitch присоединилось к двум другим рейтинговым агентствам в июне 2025 года, присвоив компании кредитный рейтинг BBB-. Это стало первым рейтингом эмитента от данного агентства. Ключевыми факторами, выступающими в поддержку рейтинга, стали масштаб бизнеса компании, устойчивый свободный денежный поток, значительная ликвидная позиция, сильный бренд, географическая диверсификация и приверженность поддержанию метрик инвестиционного уровня. Аналитики агентства подчеркнули уверенное операционное восстановление Royal Caribbean, выражающееся в росте загрузки кают, доходности с клиента и расходов на борту. Вкупе с умеренными капитальными затратами после реализации текущих программ строительства судов, эти факторы должны повысить генерацию свободного денежного

потока для сокращения долга. Fitch также отметило широкий доступ компании к рынкам капитала и гибкость при финансировании новых судов за счет экспортно-кредитных агентств. В качестве основных рисков для кредитного рейтинга компании, агентство выделило её уязвимость к макроэкономическим и геополитическим шокам. Однако, по мнению Fitch, компания выделяется высокими показателями рентабельности по сравнению с основными конкурентами – Carnival и Norwegian Cruise Lines, а гибкая структура капитала обеспечивает ей более высокую устойчивость к внешним факторам.

Риски

- Общее замедление мировой экономики может привести к сокращению пассажиропотока в среднесрочной перспективе, оказывая давление на объём денежных потоков и ликвидность компании;
- Рост цен на энергоносители на фоне шоков предложения, в частности на Ближнем востоке, может нанести удар по маржинальности компании;
- В конце февраля 2025 года министр торговли США Говард Латник заявил о возможности внесения изменений в раздел 883 Налогового кодекса США, которые обяжут круизных операторов, зарегистрированных за пределами страны, уплачивать подоходный налог в США. Реализация такого сценария может привести к сокращению объёма доступного свободного денежного потока, особенно в части операций, связанных с заходами в американские порты;
- Агрессивное увеличение выплат акционерам может привести к сокращению объёма доступной ликвидности.

Основные финансовые и операционные результаты Royal Caribbean Cruises

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	3М2024	3М2025
Выручка	2 209	1 532	8 840	13 900	16 485	3 728	3 999
Рост выручки, (г/г)	-79.8%	-30.6%	477.0%	57.2%	18.6%	29.2%	7.3%
EBITDA	(1 756)	(2 577)	641	4 333	5 708	1 137	1 359
Маржа EBITDA, %	-79.5%	-168.2%	7.3%	31.2%	34.6%	30.5%	34.0%
Процентные расходы	(844)	(1 292)	(1 364)	(1 402)	(1 590)	(424)	(249)
Чистая прибыль	(5 797)	(5 260)	(2 156)	1 697	2 879	360	731
Маржа чистой прибыли, %	-262.5%	-343.3%	-24.4%	12.2%	17.5%	9.7%	18.3%
Операционный денежный поток (OCF)	(3 732)	(1 878)	481	4 477	5 266	1 328	1 628
Капитальные затраты	(1 965)	(2 230)	(2 710)	(3 897)	(3 268)	(242)	(428)
Свободный денежный поток (FCF)	(5 697)	(4 108)	(2 229)	580	1 998	1 086	1 200
Маржа FCF, %	-257.9%	-268.1%	-25.2%	4.2%	12.1%	29.1%	30.0%
Дивиденды и выкуп акций	(326)	0	0	0	(107)	0	(389)
Рост объёма дивидендов и выкупа акций, %	-53.5%	-100.0%	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д

Операционные показатели

Количество перевезённых пассажиров	1 295	1 030	5 536	7 646	8 564	2 054	2 242
Доступные пассажирские круизные дни (APCDs), тыс.	8 540	11 777	41 197	46 916	50 553	12 286	12 658
Уровень загрузки, %	101.8%	49.3%	85.1%	105.6%	108.5%	107.0%	108.8%
Пассажирские круизные дни (PCDs), тыс.	8 694	5 806	35 052	49 549	54 847	13 150	13 768
Выручка от продажи билетов на пассажирокруизный день, \$	173	162	165	193	210	193	199
Чистая выручка (выручка за вычетом прямых расходов на круизы)	1 707	1 208	6 887	11 089	13 326	3 037	3 277
Чистая выручка на пассажирокруизный день, \$	196	208	196	224	243	231	238
Чистый доход от продажи билетов на пассажирокруизный день, \$	133	126	127	153	169	155	161
Чистые доходы на борту на пассажирокруизный день, \$	63	82	70	71	74	76	77
Валовые затраты на доступный пассажирокруизный день, \$	464	342	199	204	213	211	209
Чистые затраты на доступный пассажирокруизный день (искл. топливо), \$	362	282	125	119	127	130	130
Затраты на топливо на доступный пассажирокруизный день, \$	43	33	26	25	23	25	22

Долговая нагрузка

Валовой долг	19 586	21 694	23 994	22 130	20 820	21 185	20 119
Рост валового долга, (г/г)	90.2%	10.8%	10.6%	-7.8%	-5.9%	-3.9%	-5.0%
Денежные средства и их эквиваленты	3 684	2 702	1 935	497	388	437	386
Чистый долг	15 902	18 992	22 059	21 633	20 432	20 748	19 733
Рост чистого долга, (г/г)	58.1%	19.4%	16.1%	-1.9%	-5.6%	-0.4%	-4.9%
Собственный капитал	8 761	5 086	2 869	4 724	7 563	5 151	7 960

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	(2.1)	(2.0)	0.5	3.1	3.6	2.7	5.5
Валовой долг / EBITDA TTM (x)	Н/Д	Н/Д	37.4	5.1	3.6	4.4	3.4
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	Н/Д	Н/Д	34.4	5.0	3.6	4.3	3.3

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Погашение долга ¹ , \$млн	1 302	3 049	2 707	3 188	1 065	10 099
Запас ликвидности, \$млн	6 736					
Денежные средства и их эквиваленты, \$млн	386					
Кредитные линии, \$млн	6 350					

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

¹ Включая выплату процентов по аренде на сумму в \$782 млн и несписанные затраты на выпуск долговых обязательств на сумму в \$509 млн

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

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