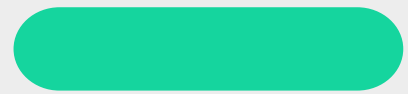


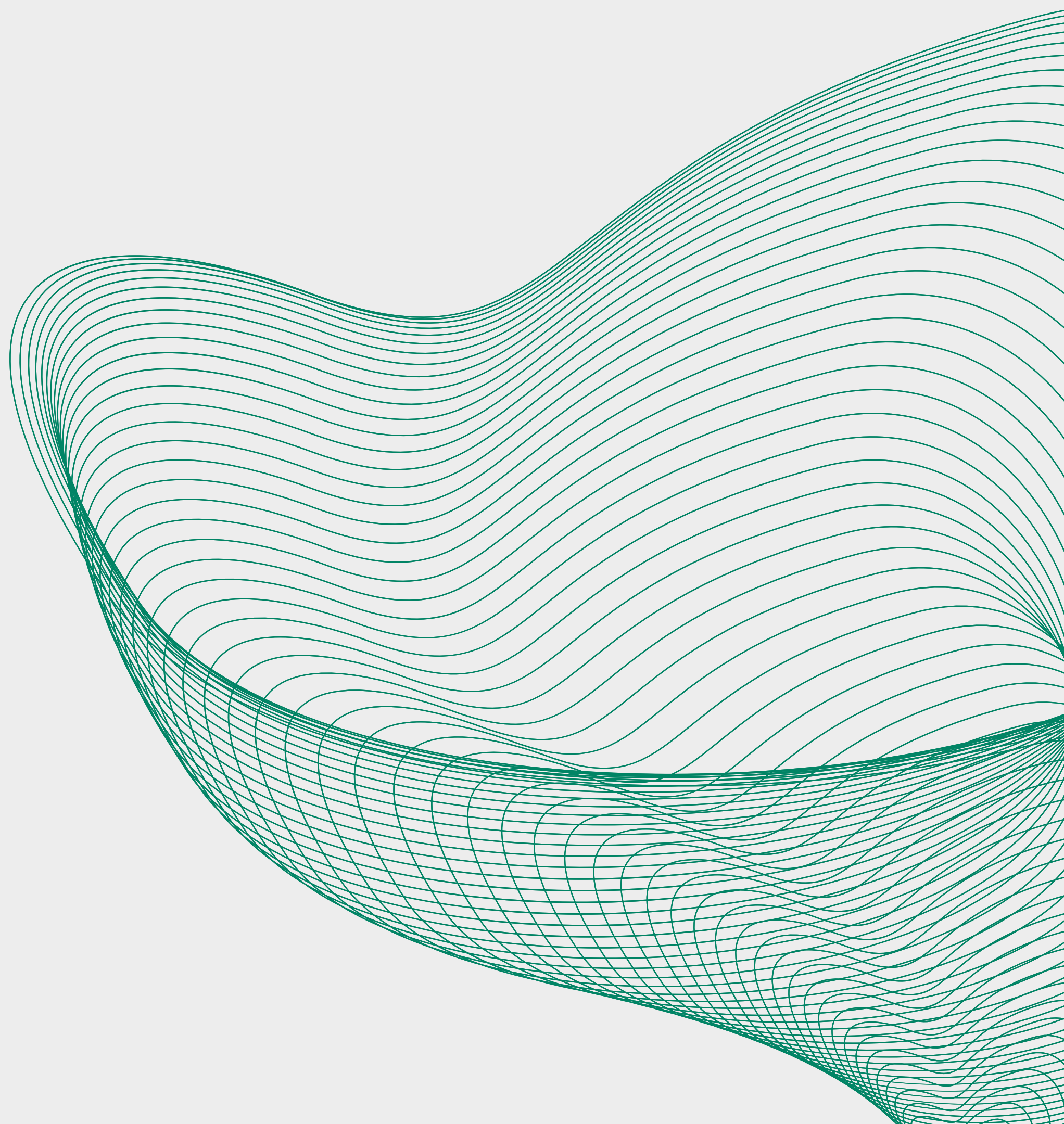
Viking Holdings



Торговая идея по акциям 27.06.2025

Автор: Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

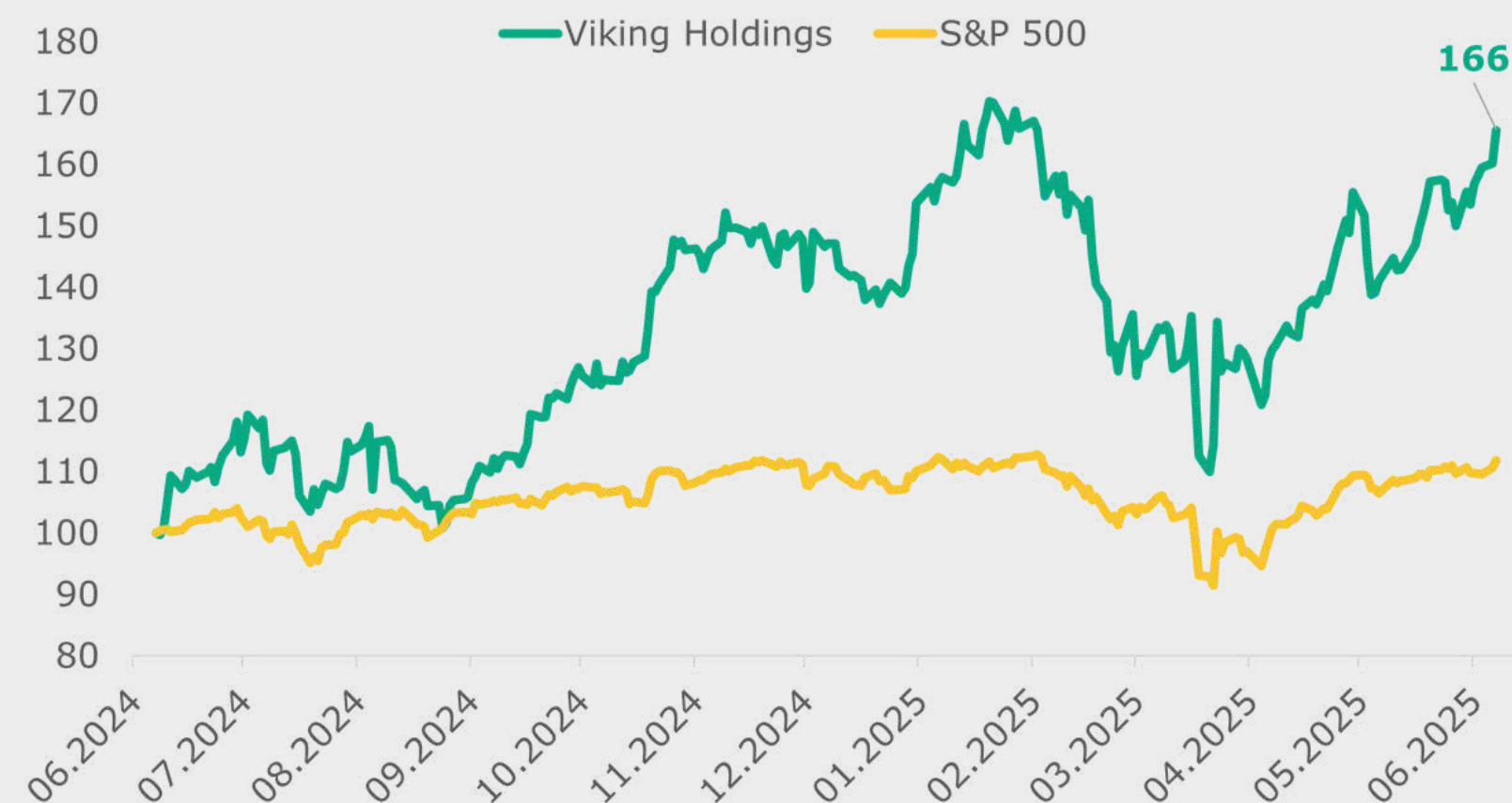




Viking Holdings — набирающая обороты круизная компания, позиционирующая себя оператором премиальных туристических услуг для пожилых состоятельных клиентов в возрасте 55+ лет преимущественно из англоязычных стран мира, а именно из США, Австралии и Великобритании.

На сегодняшний день флот Viking Holdings насчитывает почти 100 судов, преимущественно представленный речными судами (82 корабля), которые в основном курсируют по основным рекам Европы. Помимо «Старого Света» компания предлагает круизы по рекам Азии, Африки, Южной Америки и Северной Америки. Компания отличается высокой клиентской лояльностью и в отличие от других популярных круизных лайнеров имеет отличную от них философию.

График изменения цены акций Viking Holdings



Источник: Bloomberg



Резюме о компании

- **Расширение пассажиропотока круизов.** По данным Международной ассоциации круизных линий (CLIA), объём пассажиропотока круизных лайнеров в прошлом году обновил абсолютный исторический максимум и увеличился на 9.3% до 34.64 млн и достиг 116.8% от уровня допандемийного 2019 года. Эксперты прогнозируют рост пассажиропотока круизных лайнеров и, по их оценкам, в текущем году он увеличится до 37.7 млн (+9%), а в следующие два года расширится до 39.6 млн (+5%) и 40.9 млн (+3%) соответственно.
- **Лояльная клиентская база.** Бизнес-модель Viking Holdings нашла положительный отклик в сердцах клиентов. Коэффициент загрузки (Occupancy Percentage) в 2024 году составил 93.6%, а по последним данным на сезон 2025 года забронировано 92% мест и 37% на сезон 2026 года.
- **Расширение флота.** В период 2025–2030 гг. Viking Holdings планирует расширить речной флот на 35 кораблей и за период 2025–2033 гг. увеличить численность океанских лайнеров на 15 единиц.
- **Рост прибыли и маржинальности бизнеса Viking Holdings.** Деятельность компании в 2024 году перестала быть убыточной. Компания в прошлом году получила чистую прибыль в размере \$152 млн и, по оценкам экспертов, она расширится в 2025 году до \$1 070 млн. В 2026–2027 гг. ожидается увеличение чистой прибыли до \$1 336 млн и \$1 606 млн соответственно.

Мы рекомендуем “**Покупать**” акции Viking Holdings с 3М ЦЦ в \$62.87.

текущая цена

\$52.39

целевая цена

\$62.87

потенциал роста

20%

52 недельная мин-
макс цена

\$31-53

тикер

VIK US

ISIN

BMG93A5A1010

торговая площадка

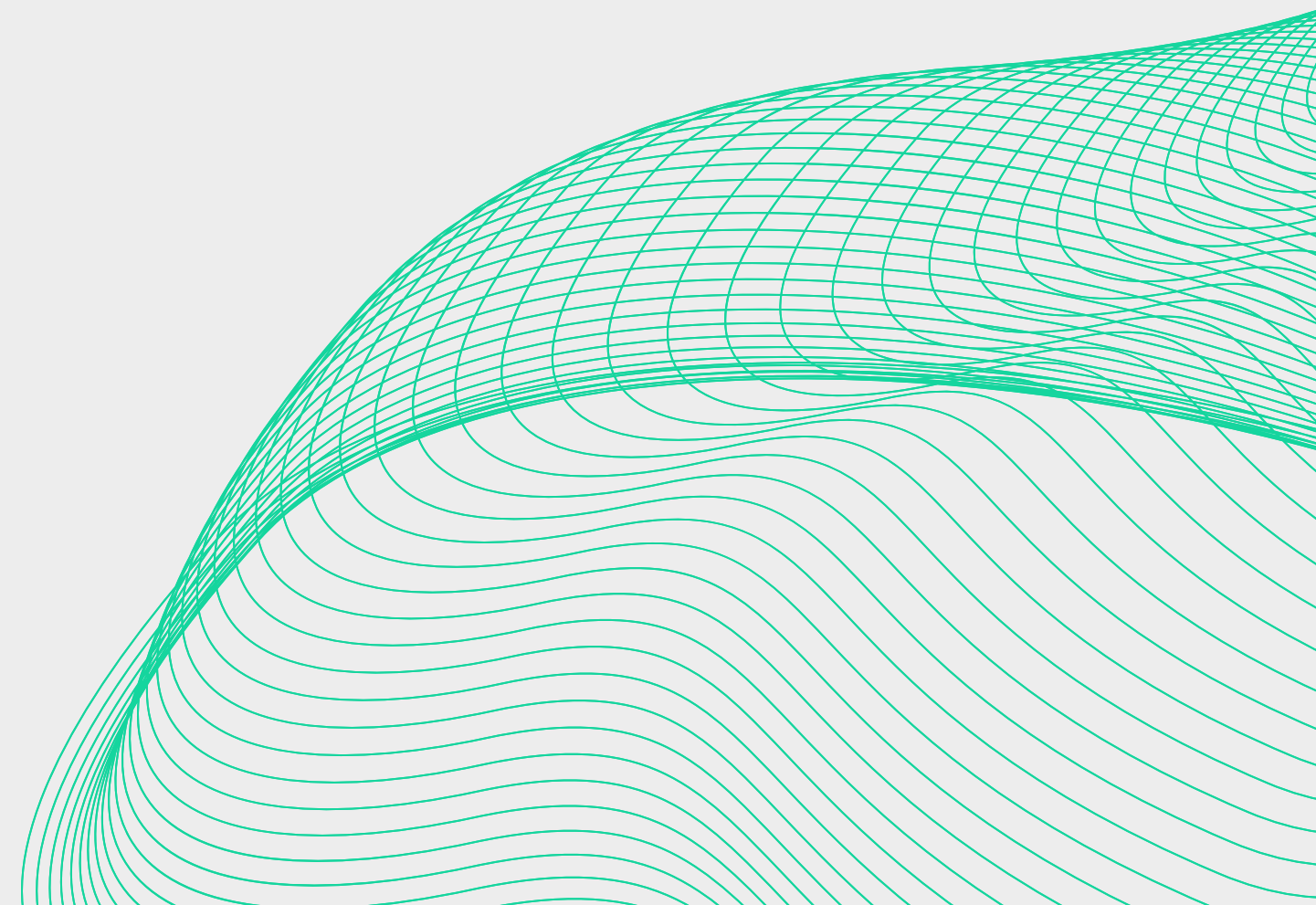
NYSE

средний ежедневный
объём торгов (млн)

3.1

рыночная капитализация
(млрд)

\$23.2



О компании

Как отмечалось прежде, Viking Holdings ведёт работу с пожилыми, обеспеченными клиентами и предлагает путешественникам круизы без детей, казино и в целом путешествия сфокусированы под более культурно-интеллектуальное времяпрепровождение. Нередко в помещениях круизных лайнеров компании проходят мастер-классы, а на судах есть собственная библиотека. Viking Holdings организует экскурсии в каждом порту и философия компании направлена на изучение посещаемых мест. Штаб-квартира Viking Holdings находится в Базеле (Швейцария).

На сегодняшний день флот Viking Holdings в основном курсирует по известным рекам Европы (Дунай, Эльба, Рейна, Сена, Дуэра) на берегах которых расположены популярные туристические города «Старого Света» (Будапешт, Вена, Братислава, Париж, Базель, Амстердам, Кёльн, Страсбург и т. д.).

Круизные путешествия пользуются повышенным спросом среди американских клиентов, которые составляют 90% от всей клиентской базы компании. Помимо речных круизов Vikings Holdings также предлагает своим клиентам путешествия по океанам, которые по продолжительности и стоимости дороже речных круизов и охватывают такие экзотические направления, как Антарктика, Фолклендские и Британские острова, Аргентина, Исландия, Аляска, Австралия и Новая Зеландия, Панама и т. д.

Исследование мест. Бизнес-модель Viking Holdings фокусируется на исследовании мест и, как правило, в стоимость круиза входят береговые экскурсии в самых разных городах и странах. Например, стоимость восьмидневного круизного тура «Романтический Будапешт» составляет \$2 499 (\$1 999 при бронировании на 2026–2027 гг.) и включает в себя посещение трёх стран (Венгрия, Австрия и Германия).

В стоимость круиза включены экскурсии по главным городам бывшей Австро-Венгрии (Будапешт и Вена), а также включают экскурсии по живописным городам Баварии, расположенные на реке Дунай (Пассау и Регенсбург). Как правило, продолжительность экскурсии составляет 1.5–3 часа и по её завершению у клиентов остаются часы свободного времени для прогулок вне экскурсионных групп.

Рост популярности круизов

По данным Международной ассоциации круизных линий (CLIA), объём пассажиропотока круизных лайнеров в прошлом году обновил абсолютный исторический максимум и увеличился на 9.3% до 34.64 млн и достиг 116.8% от уровня допандемийного 2019 года.

Основная часть пассажиропотока приходится на Северную Америку — 20.53 млн (+13.4%) и на Европу — 8.44 млн (+2.8%), которые формируют 84% от всего глобального пассажиропотока. Операционные показатели Азии и Океании выросли в 2024 году на 9.8% до 4.03 млн. В меньшей степени круизные путешествия пользуются спросом в Южной Америке — 1.17 млн (+7.8%).

Эксперты прогнозируют рост пассажиропотока круизных лайнеров и, по их оценкам, в текущем году он увеличится до 37.7 млн (+9%), а в следующие два года расширится до 39.6 млн (+5%) и 40.9 млн (+3%) соответственно. При этом самой лояльной к круизным путешествиям клиентской базой являются бэби-бумеры (люди, родившиеся с 1946 по 1964 годы), которые ежегодно тратят на путешествия порядка \$157 млрд.

Рис 1. Операционные показатели

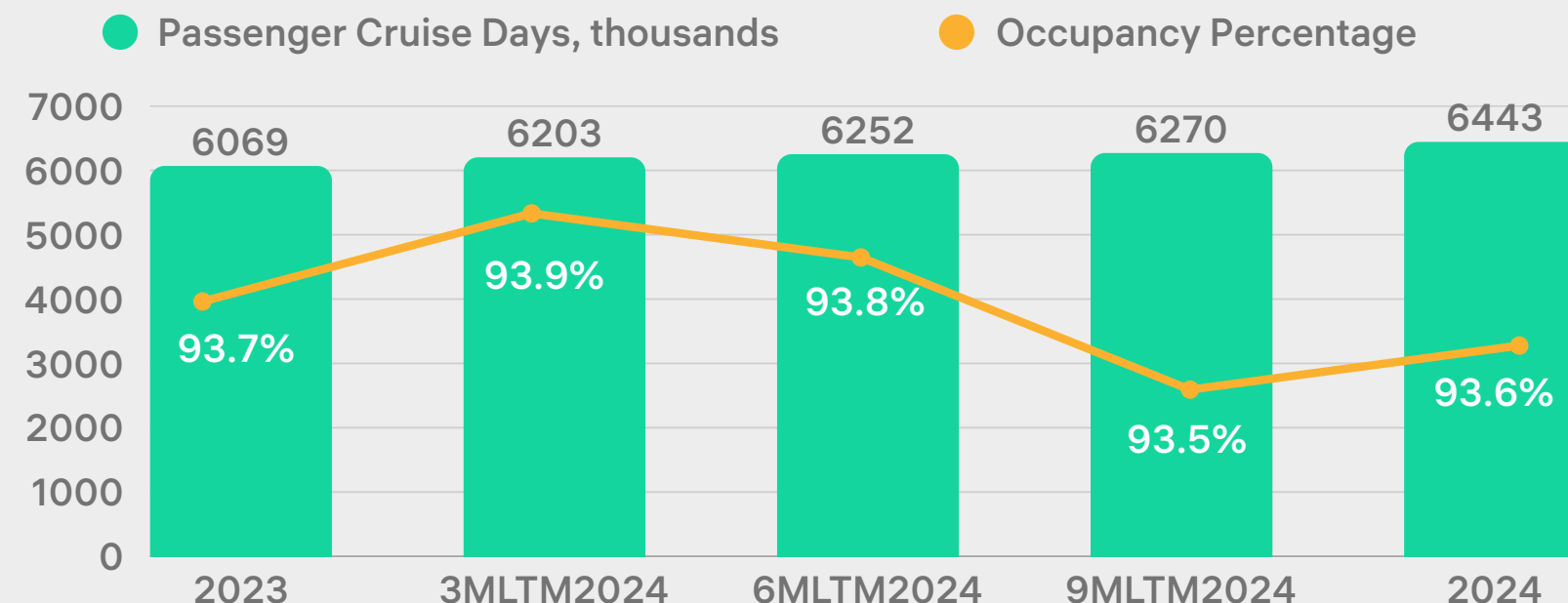
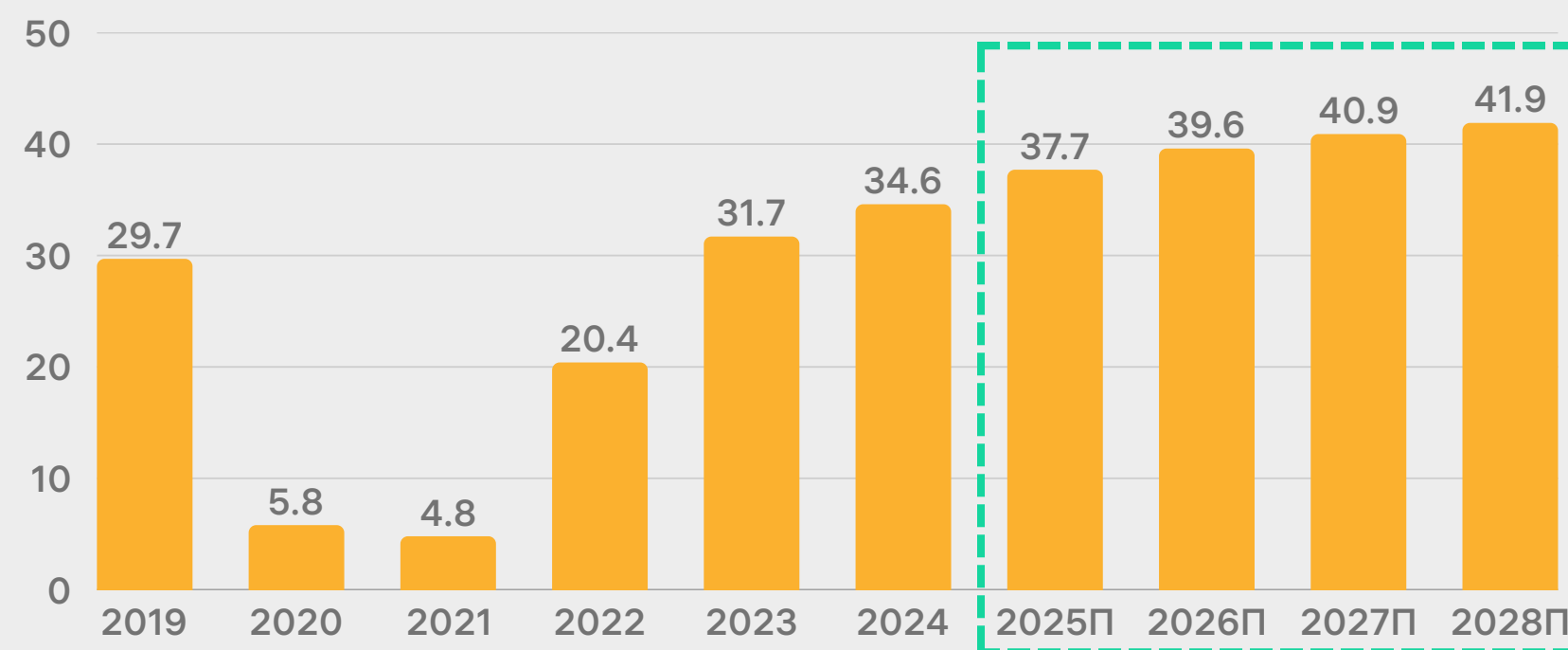


Рис 2. Рост мирового пассажиропотока круизных лайнеров, млн



Источник: Viking Holdings, Cruise Lines International Association

Растущий бизнес Viking Holdings

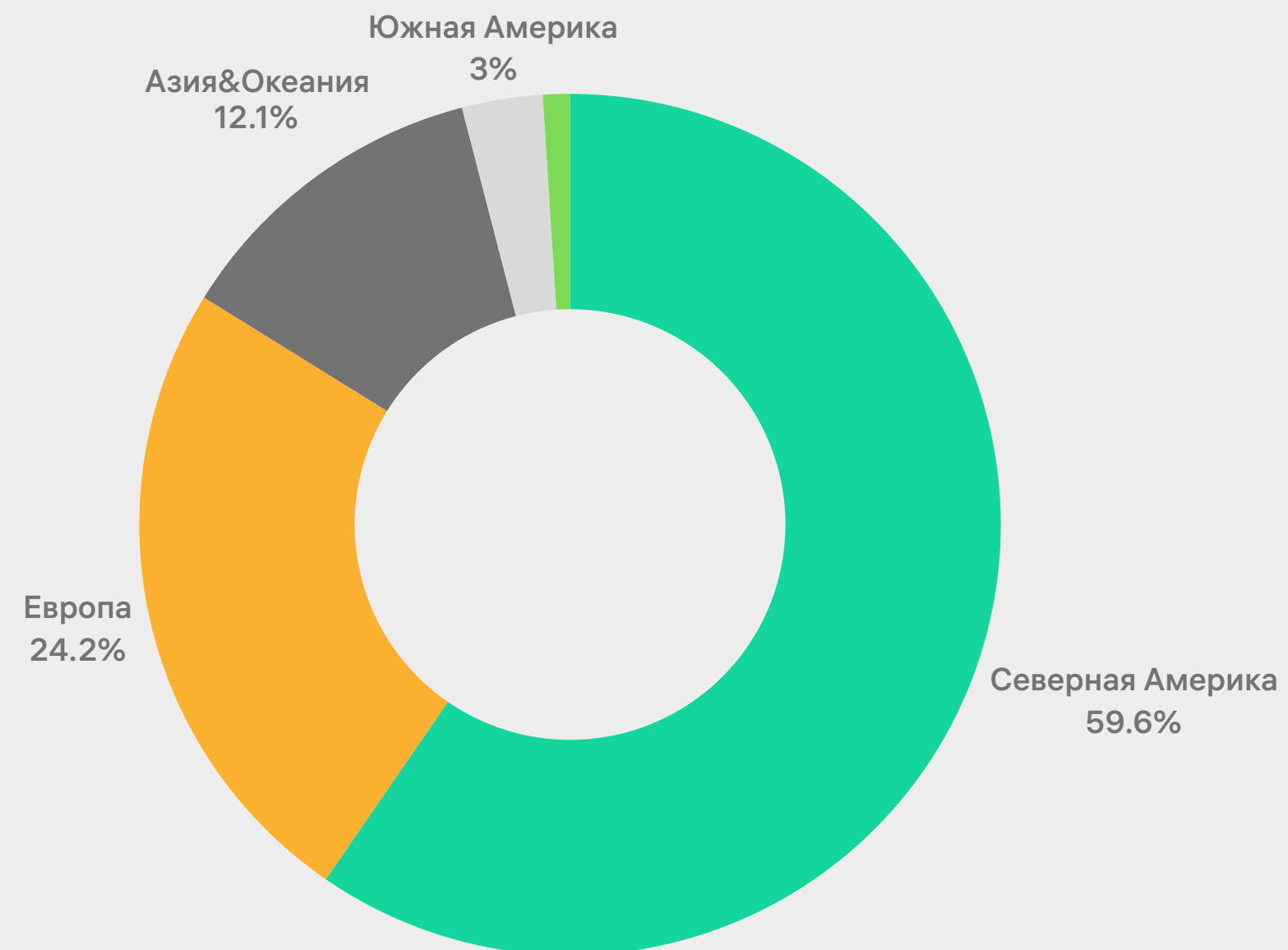
Лояльная клиентская база. Бизнес-модель Viking Holdings нашла положительный отклик в сердцах клиентов. Коэффициент загрузки (Occupancy Percentage) в 2024 году составил 93.6%, а по последним данным на сезон 2025 года забронировано 92% мест и 37% на сезон 2026 года.

Расширение флота. Дальнейшее расширение флота наряду с сохранением лояльной клиентской базой окажут поддержку финансовым результатам компании, которые, по оценкам экспертов, в следующие годы сохранят двузначную динамику роста. В период 2025–2030 гг. Viking Holdings планирует расширить речной флот на 35 кораблей и за период 2025–2033 гг. увеличить численность океанских лайнеров на 15 единиц.

Сезонный бизнес. Бизнес Viking Holdings подвержен сезонным колебаниям и самыми сильными кварталами являются 2 и 3 кварталы года. В первом квартале 2025 года доходы компании увеличились на 24.9% до \$897 млн. Чистый убыток составил \$105.5 млн в сравнении с убытком в \$491 млн годом ранее.

По оценкам аналитиков чистая прибыль во втором квартале 2025 года превысит \$429.4 млн в сравнении с \$287.5 млн в аналогичном периоде прошлого года. В результате прогнозируемого резкого роста чистой прибыли в 2025 году маржа чистой прибыли может составить рекордные 16.9% (2.9% в 2024 году) и увеличиться до 19–20% в следующие два года.

Рис 3. Основные направления пассажиропотока в 2024 году



Источник: Cruise Lines International Association

Растущие финансовые показатели



Растущие финансовые показатели. За счёт меньших размеров и перманентно расширяющегося флота кораблей, темпы роста финансовых результатов Viking Holdings опережают аналогичные темпы роста главных игроков отрасли. По оценкам аналитиков, доходы компании в текущем году превысят \$6.3 млрд (+18.4%) и увеличатся до \$7.2 млрд (+13.4%) и \$8.0 млрд (+12.1%) соответственно в следующие два года.

Рост прибыли и маржинальности бизнеса Viking Holdings. Деятельность компании в 2024 году перестала быть убыточной. Компания в прошлом году получила чистую прибыль в размере \$152 млн и, по оценкам экспертов, она расширится в 2025 году до \$1 070 млн. В 2026–2027 гг. ожидается увеличение чистой прибыли до \$1 336 млн и \$1 606 млн соответственно.

Маржинальность выше, чем у конкурентов. По показателю чистой маржи (см. рис. №5) компания опережает конкурентов в лице Carnival Corporation (9.8%) и Norwegian Cruise Holdings (10.1%), но уступает Royal Caribbean Cruises (23.4%).

Рис 4. Финансовые показатели

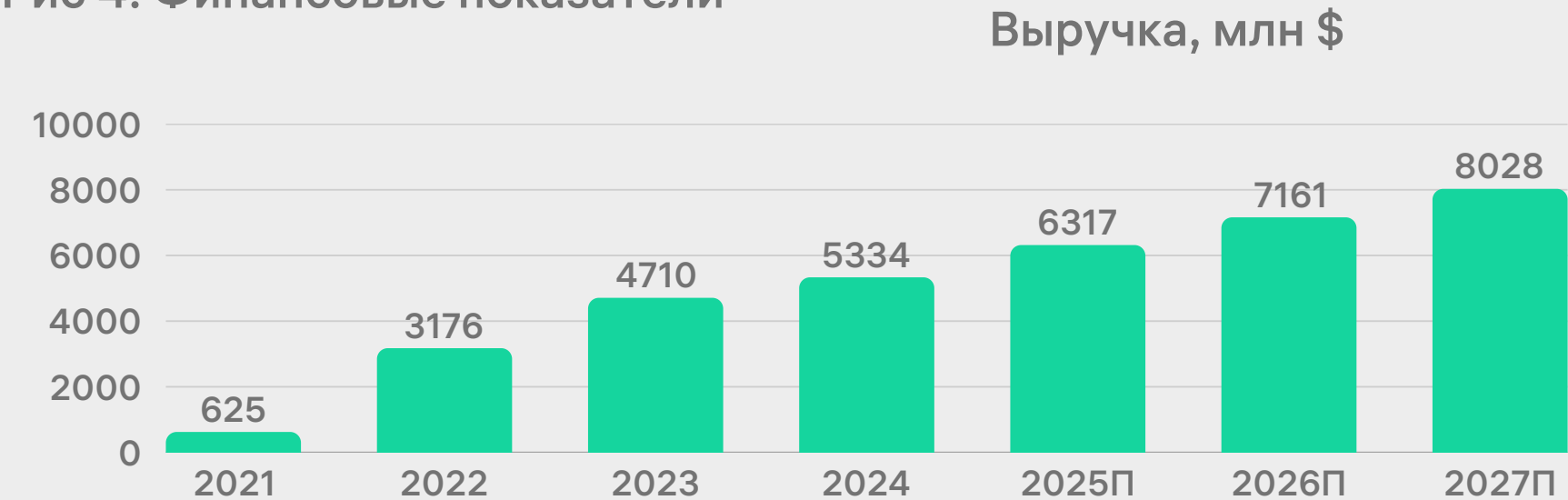


Рис 5. Показатели чистой маржи

Источник: Capital IQ

Маржа чистой прибыли	2024	2025П	2026П	2027П
Viking Holdings	2.9%	16.9%	18.7%	20.0%
Royal Caribbean Cruises	17.5%	23.4%	24.7%	25.8%
Carnival Corporation	7.7%	9.8%	11.0%	12.1%
Norwegian Cruise Line Holdings	9.6%	10.1%	11.3%	12.1%

Источник: Capital IQ

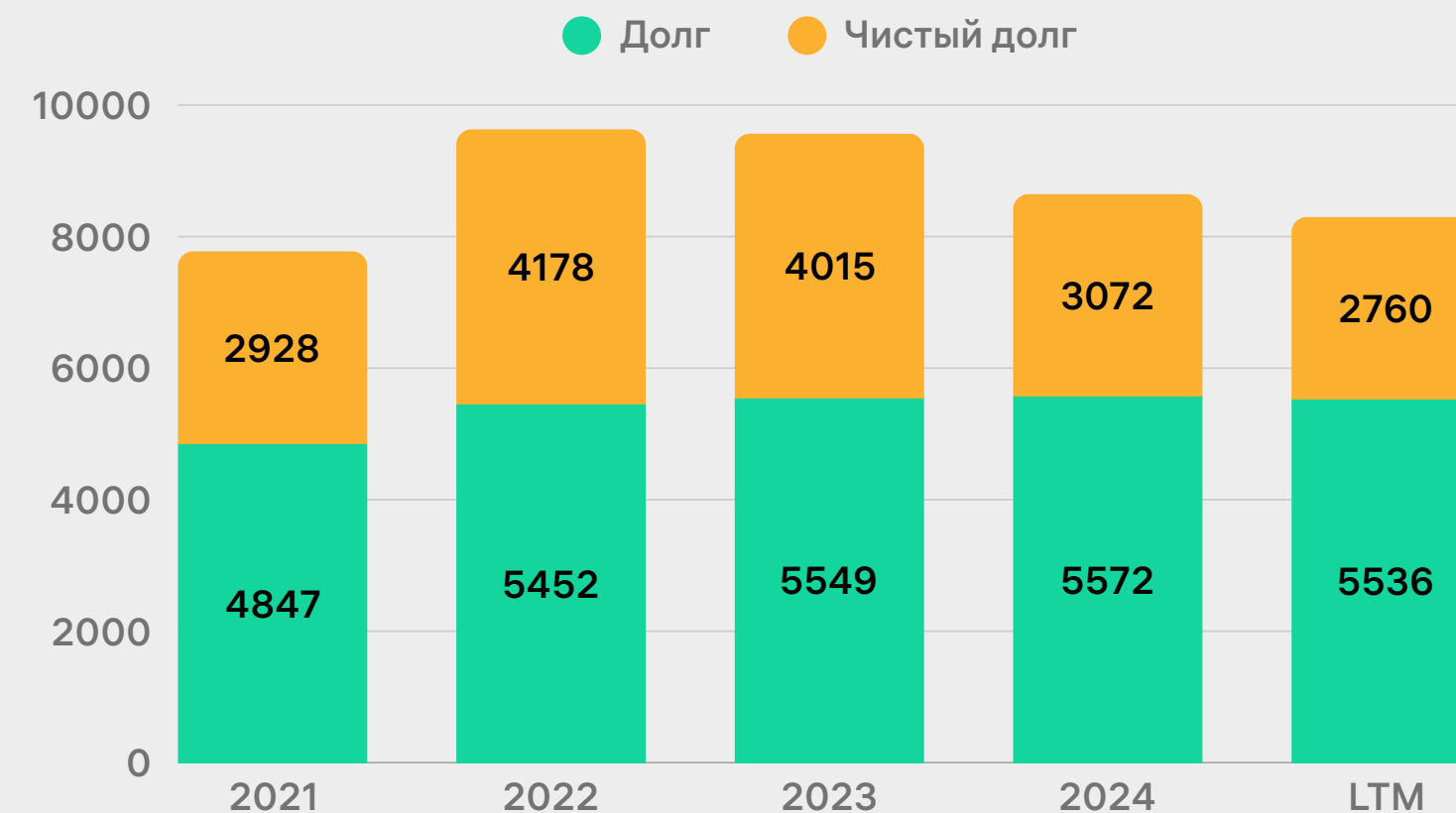
Снижение долговой нагрузки

Уровень чистого долга компании снизился до исторического минимума и составил \$2 760 млн. С начала года размер чистого долга снизился на \$312 млн и на \$1 255 млн с 2023 года. Это стало возможным за счёт заметного улучшения операционной деятельности компании.

В результате этого объём денежных средства на балансе по состоянию на конец первого квартала 2025 года расширился до \$2 776 млн, что немногим меньше суммарного объёма кэша на балансе в период 2023–2024 гг.

Текущее отношение показателя долг/EBITDA(LTM) составляет 4.9х и 3.2х на базе прогнозного EBITDA на 2025 год. Отношение показателя чистый долг/EBITDA составляет 2.4х и 1.6х на базе прогнозного EBITDA на 2025 год.

Рис. 6. Снижение чистой долговой нагрузки, млн \$



Источник: Capital IQ

Риски

- **Корреция после впечатляющего роста.** Котировки Viking Holdings с момента первичного публичного размещения акций в мае 2024 года к настоящему моменту удвоились в стоимости и существенно опередили подъём индекса S&P 500 за данный период. Недельная и месячная Beta акции компании за последний год составила 1.3x и 2.7x соответственно. Таким образом, принимая во внимание существенное восстановление рынка с апрельских минимумов (рост почти на 21%), в случае коррекции на рынке котировки Viking Holdings рискуют упасть опережающими темпами;
- **Повторные пандемии.** Пандемия COVID-19 нанесла серьезнейший урон сектору туризма. В лидерах снижения оказались авиаперевозчики, сервисы онлайн-бронирования и операторы круизных путешествий. Риски появления новых штаммов вируса, способны привести к новым ограничениям и локдаунам. Это, в свою очередь негативным образом скажется на секторе туризма;
- **Региональные конфликты.** Риск развёртывания военных действий между государствами может побудить круизных операторов отменять круизы или корректировать маршруты;
- **Повышенная реакция на отчётность.** Котировки Viking Holdings склонны демонстрировать повышенную волатильность после выхода квартальной отчётности. Например, во всех случаях после выхода на IPO компании, акции Viking Holdings снижались.

Выводы

Растущие финансовые и операционные показатели круизных операторов сигнализируют об увеличении спроса на круизные путешествия. Котировки популярных игроков отрасли идут вверх и с апрельских минимумов восстановились более высокими темпами, чем сам рынок. В числе фаворитов среди инвесторов остаётся американская компания Viking Holdings, не так давно ставшая публичной и удвоившаяся в стоимости с момента IPO, прошедшего в мае 2024 года. После IPO в связи с повышенным спросом на долевые инструменты компании, Viking Holdings ещё дважды проводила дополнительную эмиссию акций. В сентябре 2024 года выпуск новых акций был осуществлён по цене \$31 за акцию, а в мае текущего года уже по \$44.2 за акцию.

Как и вся туристическая отрасль, операторы круизных лайнеров серьёзно пострадали в результате пандемии COVID-19. Ослабление коронавирусных ограничений, а затем их полное снятие оказали сильнейшую поддержку отрасли. Все без исключения круизные компании показали высокие темпы роста выручки в 2022–2023 гг., а 2023 год запомнился тем, что пассажиропоток на круизных лайнерах впервые превысил уровень допандемийного 2019 года.

Более высокие темпы роста выручки и прибыли, чем у конкурентов, увеличение числа круизных лайнеров Viking Holdings, дальнейшая экспансия бизнеса и расширение отрасли, сохранение высокого интереса к круизным путешествиям среди населения служат фундаментом инвестиционной привлекательности долевых инструментов компании. Учитывая вышеизложенное, мы рекомендуем покупать акции Viking Holdings с 3М ЦЦ на уровне \$62.87 за акцию

Финансовые показатели



Приложение 1. Бухгалтерский баланс

млн \$	2021	2022	2023	2024	3M2025
Денежные средства и краткосрочные ЦБ	1 919	1 274	1 534	2 500	2 776
Дебиторская задолженность	725	578	357	239	232
Запасы	33	45	55	91	92
Прочие компоненты текущих активов	234	268	407	386	596
Итого текущие активы	2 911	2 165	2 353	3 217	3 696
Основные средства	4 565	5 466	5 971	6 659	6 729
Прочие компоненты долгосрочных активов	212	226	252	245	279
Итого долгосрочные активы	4 777	5 693	6 224	6 904	7 008
Итого активы	7 688	7 857	8 576	10 121	10 704
Непризнанная выручка (авансовые платежи)	3 487	3 319	3 487	4 061	4 764
Кредиторская задолженность	108	195	245	236	267
Начисленные расходы	137	185	241	284	252
Текущая часть долгосрочного долга	212	252	253	470	467
Прочие компоненты текущих обязательств	99	150	138	169	136
Итого текущие обязательства	4 043	4 100	4 364	5 221	5 886
Долгосрочный долг	4 537	4 938	5 043	4 866	4 846
Прочие компоненты долгосрочных обязательств	2 992	2 313	4 439	253	239
Итого долгосрочные обязательства	7 530	7 250	9 482	5 119	5 085
Итого обязательства	11 573	11 350.9	13 846	10 340	10 971
Акционерный капитал	0	2.3	2	4	-268
Дополнительно опалаченный капитал	116	133.6	178	5 222	-
Нераспределённая прибыль	-3 947	-3 594.5	-5 423	-5 289	-
Прочие компоненты собственного капитала	-56	-38.0	-31	-160	-
Неконтролируемая доля	2	3.3	4	4	-
Итого собственный капитал	-3 885	-3 493	-5 269	-219	-268
Итого собственный капитал и обязательства	7 688	7 857	8 576	10 121	10 704

Финансовые показатели



Приложение 2. Отчет о прибылях и убытках

млн \$	2022	2023	2024	г/г	3M2024	3M2025	г/г
Выручка	3 176	4 710	5 334	13.2%	718	897	24.9%
Себестоимость	2 098	2 788	3 049	9.4%	504	594	17.8%
Валовая прибыль	1 078	1 923	2 285	18.8%	214	303	41.6%
Маржа валовой прибыли	34.0%	40.8%	42.8%	5.0%	29.8%	33.8%	-
Общие и административные расходы	683	789	884	12.0%	220	244	10.9%
Расходы на износ и амортизацию	235	254	261	2.8%	66	69	5.0%
Прочие операционные расходы	55	64	65	2.1%	0	0	-
Операционная прибыль	106	816	1 075	31.8%	-71	-9	-87.0%
Маржа операционной прибыли	3.3%	17.3%	20.2%	16.4%	-	-	-
Чистый процентный расход	443	480	311	-35.2%	95	67	-30.1%
Прибыль (убыток) от СП	-2	-7	-8	12.9%	-	-	-
Прибыль (убыток) от валютной переоценки	-35	-21	32	-251.6%	9	-26	-
Прочие неоперационные доходы (расходы)	823	-2 118	-618	-70.8%	-332	-1	-
Прочие разовые статьи	-42	0	0	-	0	0	-
Доналоговая прибыль	407	-1 810	170	-	-489	-102	-79.1%
Маржа доналоговой прибыли	12.8%	-	3.2%	-	-	-	-
Налоги	9	7	17	153.9%	2	3	97.2%
Чистая прибыль	399	-1 817	153	-	-491	-105	-78.5%

Приложение 3. Отчёт о движении денежных средств

млн \$	2021	2022	2023	2024	LTM
Чистый денежный поток от операционной деятельности	702	373	1 371	2 082	2 207
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	-676	-842	-634	-854	-902
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	963	-81	-480	-248	-213
Валютные корректировки	-3	-10	3	-4	1
Чистое увеличение (снижение) денежных средств	987	-560	261	976	1 092

Контактная информация

Департамент торговых идей
E-mail dti@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN

Factset
Halyk Finance

Департамент продаж
E-mail sales@halykfinance.kz

Refinitiv
Halyk Finance

Capital IQ
Halyk Finance



www.halykfinance.kz



+7 (727) 339 43 77



пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан

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».

