

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «Эйр Астана» (AIRA)**Потенциал роста: **51%**Целевая цена: **1 600 тенге**Текущая цена: **1 057 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Авиаперевозки

ИНИЦИАЦИЯ ОЦЕНКИ

Эйр Астана: легкий взлет

Мы установили целевую цену одной акции АО «Эйр Астана» (далее – «Группа») в размере **1 600 тенге** на одну акцию (\$14,1 за один ГДР), что подразумевает потенциал роста от текущей цены в **51%**.

Оценочная справедливая стоимость АО «Эйр Астана» согласно модели DCF отражает наш взгляд на (1) быстрые темпы роста бизнеса, (2) быстрорастущий рынок и конкурентное преимущество, (3) фундаментально сильные финансовые показатели с дивидендными перспективами.

Быстрорастущий бизнес Эйр Астаны. Группа «Эйр Астана», занимающаяся авиаперевозками и имеющая два бренда (Air Astana и FlyArystan), показывает значительный рост операционных и финансовых показателей в последние годы. Пассажиропоток Группы вырос на 58% за период 2019-2023 гг. Особенно хорошо растет FlyArystan, бюджетная авиакомпания (лоукостер): с 2019 по 2023 гг. пассажиропоток увеличился на 418%. Группа планирует расти дальше: парк воздушных судов к 2028 году будет увеличен с текущих 47 до 80 штук, что позитивно скажется на финансовых и операционных результатах Группы.

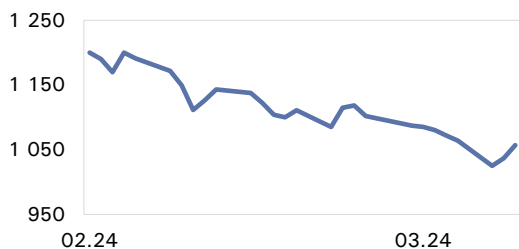
Растущий рынок и конкурентное преимущество Эйр Астаны. Рост показателей Группы стал возможен в том числе благодаря увеличению рынка авиаперевозок в Казахстане. Пассажиропоток в Казахстане по итогам 2023 года вырос на 54% относительно 2019 года. Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA) прогнозирует дальнейший рост пассажиропотока в Казахстане: а именно его удвоение к 2027 году за счет восстановления зарубежных рынков и дальнейшего развития лоукостеров. Группа имеет сильную рыночную позицию: 67% доли рынка по внутренним направлениям и 45% доли казахстанского рынка по международным направлениям (без учета России). В плане себестоимости на один кресло-километр Группа показывает высокую конкурентоспособность относительно других известных авиакомпаний мира.

Сильные финансовые показатели. Низкая себестоимость позволяет Группе показывать значительно более высокую EBITDAR маржу относительно остальной индустрии. Маржа EBITDAR остается стабильной в районе 26-29% с 2021 года. Столь высокий уровень маржинальности позволяет Группе генерировать существенные денежные потоки, которые могут пойти на дивиденды акционерам, учитывая объявленную дивидендную политику. Дальнейший рост воздушных судов и рынка авиаперевозок Казахстана могут существенно увеличить текущие цифры и соответственно увеличить будущие дивиденды.

Выручка, '23 (млрд KZT)	535
EBIT, '23 (млрд KZT)	61
Чистая прибыль, '23 (млрд KZT)	31
Чистый долг, '23 (млрд KZT)	148

P/E, '23 (x)	10,5x
EV/EBITDAR, '23 (x)	3,5x
ROA (%)	5,3%
ROE (%)	16,6%
EBITDAR маржа (%):	26%
Маржа чистой прибыли (%):	5,8%

Капитализация (млрд KZT)	323
Акции выпущено (млн штук)	306
Свободное обращение (%)	42%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 000-1 275
Текущая цена (KZT)	1 057
Целевая цена (KZT)	1 600
Потенциал роста (%)	51%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер **KASE/AIRA**

15 марта 2024 года АО «Эйр Астана» опубликовало финансовые результаты по итогам четвертого квартала 2023 года. Квартальная выручка немного упала, но произошло это из-за непостоянных видов доходов. К тому же сыграл свою роль эффект частичной мобилизации в РФ, который резко увеличил доходы в 2022 году. Без учета этого нормализованные показатели прибыльности остались на прежнем уровне. Тем не менее фактически квартальная маржа, свободный денежный поток и чистая прибыль показали годовое снижение. Также отметим некоторое снижение рыночной доли компании, учитывая более быстрый рост общего пассажиропотока в Казахстане. В модели оценки мы немного снизили ожидаемую рыночную долю компании и прочие доходы, а также обновили показатели операционных расходов. В итоге целевая цена одной акции «Эйр Астана» составила 1 600 тенге с потенциалом роста в 51%. Рекомендация – «Покупать».

(=) Небольшое снижение выручки с оговорками. Квартальная общая выручка «Эйр Астана» составила 127,6 млрд тенге, что на 4,4% меньше, чем в 2022 году. Относительно сезонно сильного третьего квартала снижение составило 25%. При этом выручка FlyArystan показала неплохой рост на 16% г/г, а Air Astana снижение на 5% г/г. Доходы от регулярных пассажирских рейсов практически не изменились, несмотря на небольшой рост перевезенных пассажиров на 4,2% г/г. Отметим, что в Казахстане в целом пассажиропоток воздушного транспорта вырос на 7,9% в отдельном 4-м квартале. Получается, что за 4-й квартал рыночная доля компании немного снизилась. Заметное падение доходов также наблюдается по чартерным перевозкам (-52% г/г), а также по прочим доходам (-81% г/г). По направлениям основное снижение наблюдается по рейсам из/в Европы(-у), доходы от которых снизились на 22% г/г. При этом по внутренним направлениям выручка выросла на 12%. Отметим, что руководство считает, что примерно 26,7 млрд тенге выручки в 2022 году было сгенерировано благодаря началу частичной мобилизации в России в сентябре 2022 года. Следовательно, без учета этого, вероятнее всего выручка компании показала годовой рост в 4-м квартале.

(-) Снижение квартальной маржинальности. Операционная прибыль в четвертом квартале составила 3,2 млрд тенге, что подразумевает маржу в 2,5%. Это значительно меньше результата 2022 года в 11,5%. Основной рост произошел по расходам на персонал (+27% г/г), на износ и амортизацию (+20% г/г) и на аэропортовое обслуживание и навигацию (+18% г/г). Тем не менее в целом операционные расходы выросли на 5,3%, а EBITDAR маржа снизилась чуть менее существенно. Если в предыдущем году EBITDAR маржа достигала 25%, то в 2023 году снизилась до 18%. Также уменьшился свободный денежный поток с учетом выплат по аренде: с -6,4 до -10,9 млрд тенге. В итоге квартальный чистый убыток составил 1,8 млрд тенге против чистой прибыли в 8,2 млрд тенге в 2022 году. За весь 2023 год чистая прибыль на акцию составила 100,45 тенге (-18% г/г).

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом финансовый отчет "Эйр Астана" можно назвать нейтральным, так как основные статьи выручки показали примерно схожие результаты, как и годом ранее. К тому же, если убрать эффект частичной мобилизации в РФ, выручка показала рост. С другой стороны, наблюдается небольшое снижение маржинальности, что тоже можно связать с мобилизацией и прибылью от хеджирования цен

на топливо. Руководство заявляет, что без учета этих факторов EBITDAR маржа в 2023 году в целом не изменилась и осталась на уровне 25,6%. С операционной точки зрения отметим небольшое снижение рыночной доли компании. Также руководство предоставило прогнозы на среднесрочную перспективу. Ожидается сохранение EBITDAR маржи на уровне примерно 25-29%, 80 самолетов к 2028 году, отношение денежных средств к выручке свыше 25% и соотношение чистого долга к EBITDAR ниже 3х. В модели оценки мы немного снизили ожидания по росту рыночной доли и по прочим видам доходов. Также были обновлены фактические и прогнозные показатели операционных расходов. В итоге после всех этих изменений наша целевая цена одной акции "Эйр Астана" составляет **1 600 тенге с потенциалом роста в 51%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

«Эйр Астана»: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млрд KZT	2020	2021	2022	2023
Выручка	163	325	478	535
Топливо	(36)	(62)	(107)	(127)
Износ и амортизация	(42)	(51)	(62)	(74)
Расходы по персоналу	(30)	(45)	(69)	(88)
Инженерно-техническое обслуживание	(17)	(40)	(58)	(49)
Аэропортовое обслуживание и навигация	(19)	(30)	(39)	(48)
Обслуживание пассажиров	(15)	(26)	(37)	(46)
Прочее	(32)	(31)	(35)	(41)
Операционная прибыль	(28)	40	70	61
Финансовые доходы	1	4	3	7
Финансовые расходы	(15)	(20)	(18)	(23)
Убытки от курсовой разницы	(5)	(5)	(7)	(6)
Доналоговая прибыль	(48)	19	48	39
Подходный налог	9	(4)	(11)	(8)
Чистая прибыль	(39)	15	38	31
EBITDAR	15	93	134	136
Рост и маржа, %	2020	2021	2022	2023
Рост выручки	(52)%	105%	48%	12%
Рост EBIT	(6)%	42%	74%	(13)%
Рост EBITDAR	(78)%	533%	44%	2%
Рост чистой прибыли	236%	(60)%	143%	(18)%
EBITDAK маржа	9%	29%	28%	26%
Маржа чистой прибыли	(25)%	5%	8%	6%
Cash Flow, млрд KZT	2020	2021	2022	2023
Операционные ден. потоки	1	118	163	142
Износ и амортизация	42	51	62	74
Резервы по техобслуживанию	8	26	37	39
Инвестиционные ден. потоки	2	(6)	(28)	(21)
Капзатраты	(13)	(13)	(22)	(19)
Финансовые ден. потоки	9	(101)	(119)	(111)
Дивиденды выплаченные	0	0	0	(8)
Денежный поток	17	13	19	7
Свободный денежный поток	(51)	66	61	46
Справочные данные	2020	2021	2022	2023
Акции в обращении, млн штук	306	306	306	306
Балансовая стоимость акции, KZT	493	515	605	677
Рыночная стоимость акции, KZT	-	-	-	1 057
Рыночная капитализация, млрд KZT	-	-	-	323
EV, млрд KZT	-	-	-	471
Рабочий капитал, млрд KZT	(8)	(25)	(56)	(63)
Реинвестиции, млрд KZT	5	(17)	(31)	(7)
BV, млрд KZT	(8)	(30)	(54)	(26)
EPS, тыс. KZT на акцию	(2 275)	50,61	122,82	100,45

Баланс, млрд KZT	2020	2021	2022	2023
Запасы	20	22	23	28
Авансы выданные	6	11	10	8
Дебиторка	4	6	10	13
Прочее	10	5	10	5
Денежные средства	85	101	118	149
Текущие активы	125	146	170	204
Основные средства	297	312	378	392
Гарантийные депозиты	9	8	14	15
Прочее	11	10	17	27
Долгосрочные активы	316	330	409	433
Займы	47	25	4	0
Обязательства по аренде	56	63	73	79
Доходы будущих периодов	16	25	37	44
Резерв на техобслуживание судов	16	18	33	45
Кредиторка	17	27	38	45
Текущие обязательства	151	158	185	214
Займы	22	2	2	0
Обязательства по аренде	241	251	266	251
Резерв на техобслуживание судов	19	37	55	69
Прочее	1	1	1	1
Долгосрочные обязательства	283	291	323	321
Акционерный капитал	3	3	3	3
Резервы	(6)	(2)	4	10
Нераспределенная прибыль	11	27	64	89
Итого собственный капитал	8	28	70	102
Долговая нагрузка и структура капитала	2020	2021	2022	2023
EBIT/процентные платежи, (x)	-2,3x	1,9x	4,0x	4,1x
Долг + Аренда/Активы, x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x
Долг + Аренда/Собственные капитал, x	2,4x	2,2x	1,9x	1,5x
Долг + Аренда/Инвест. капитал, x	1,9x	1,8x	1,8x	2,1x
Собственный капитал/Активы, x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Мультипликаторы	2020	2021	2022	2023
P/B	-	-	-	1,6x
P/E	-	-	-	10,5x
EV/EBITDA	-	-	-	3,5x
EV/S	-	-	-	0,9x

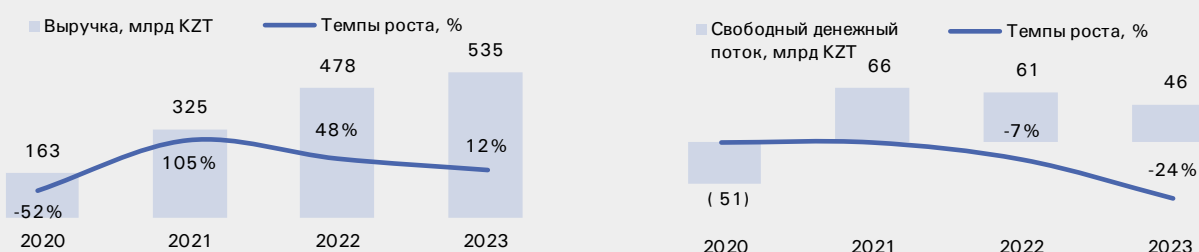
Источник: данные Группы

«Эйр Астана»: события и факторы стоимости

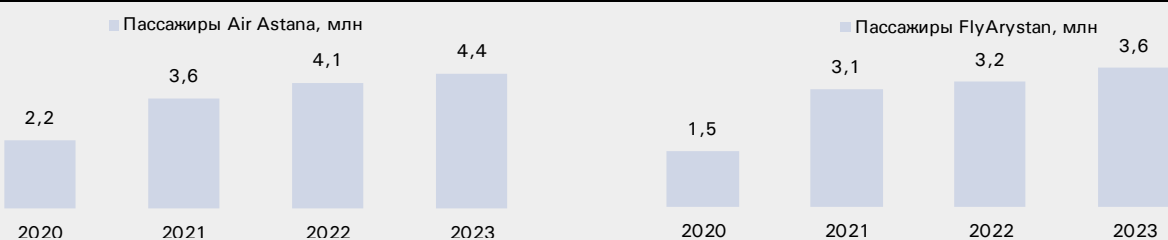
Ключевые события «Эйр Астана» с 2013 года



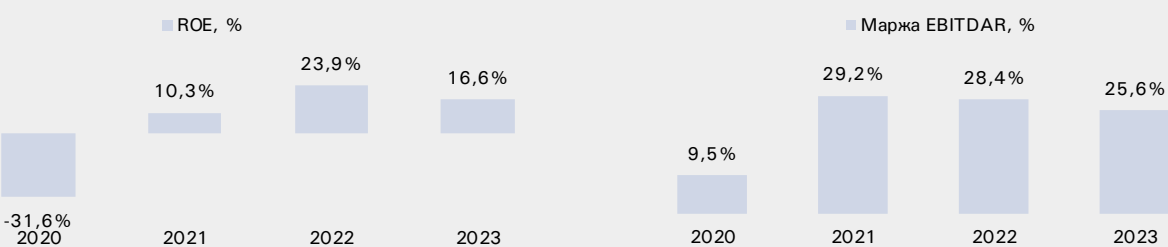
Динамика операционных доходов



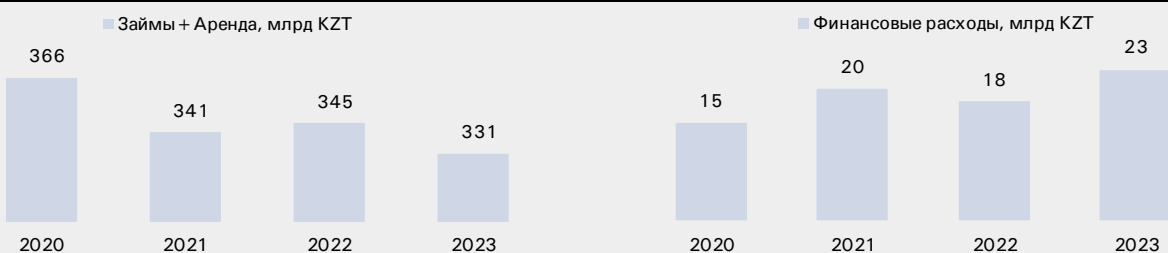
Пассажиропоток



Маржа и рентабельность



Займы и процентные платежи



Источник: данные Группы

Содержание

«Эйр Астана»: история и общие сведения	7
Обзор операционной деятельности «Эйр Астана»	10
Резюме ситуации в индустрии авиаперевозок	17
Стратегия развития и среднесрочные планы «Эйр Астана»	21
Финансовый обзор «Эйр Астана»	22
«Эйр Астана»: предположения и модель оценки	28
Оценка стоимости «Эйр Астана»	30
Потенциальные риски для модели оценки	32

«Эйр Астана»: история и общие сведения

АО «Эйр Астана» – ведущая авиакомпания Казахстана. АО «Эйр Астана» (далее – Группа) – это лидирующая авиакомпания Республики Казахстан и региона «Центральной Азии и Кавказ», занимающая большую часть казахстанского рынка авиаперевозок как по внутренним, так и по международным направлениям. В Группу входят две авиалинии: Air Astana, авиакомпания полного сервиса и бюджетная авиакомпания FlyArystan. Группа является самой крупной в регионе Центральной Азии и Кавказа, с наибольшим парком воздушных судов и количеством направлений.

История Группы на фоне этапов развития отрасли. АО «Эйр Астана» было основано в 2001 году как совместное предприятие между Правительством Казахстана в лице Комитета Государственного Имущества и Приватизации Министерства Финансов РК и дочерней компании BAE Systems PLC. Первый полет авиакомпания осуществила 15 мая 2002 года на Boeing 737 из Алматы в Астану. Также в том году Эйр Астана совершила первый международный рейс из Алматы в Дубай. В 2003 году Группа получает первую сертификацию JAR/EASA 145 на выполнение инженерно-технического обслуживания. В 2005 году Эйр Астана заключила свое первое соглашение о совместном использовании рейсов (код-шеринг) с авиакомпанией KLM Royal Dutch Airlines. С 2007 года акциями Группы стал владеть Самрук-Казына, также была запущена программа лояльности Nomad Club. В 2008 году Эйр Астана успешно прошла аудит эксплуатационной безопасности IATA (IOSA). Через 4 года Эйр Астана получила рейтинг 4 звезды по версии Skytrax World Airline Awards, став первой авиакомпанией в СНГ, получившей это звание. Также в 2012 году компания получила первый самолет в полную собственность. В 2014 году Эйр Астана стала полноправным членом Ассоциации Азиатско-Тихоокеанских авиалиний. В 2016-2017 годах воздушный парк пополнился первыми самолетами A320neo и A321neo. В 2018 году Группа ввела в эксплуатацию авиационно-технический центр в аэропорту Астаны для обслуживания собственного парка самолетов и оказания услуг сторонним авиакомпаниям. В 2019 году происходит запуск бюджетной авиакомпании FlyArystan, первый рейс которой совершается в мае 2019 года из Алматы в Астану. В марте 2020 года во время глобальной пандемии COVID-19 Эйр Астана создала группу кризисного управления для реагирования на ее последствия. Ближе к концу 2020 года FlyArystan перевозит двухмиллионного пассажира. В 2021 году Эйр Астана восстанавливает операционные показатели, превысив пассажиропоток 2019 года на 29%. FlyArystan в свою очередь перевозит два раза больше пассажиров, чем в 2020 году. Также в том году Эйр Астана запускает шесть новых рейсов, а FlyArystan открывает первые международные маршруты по десяти новым направлениям. 11 марта 2022 года Группа прекращает все полеты в воздушное пространство России и Украины. В 2022 году Эйр Астана становится первым казахстанским авиаперевозчиком, прошедшим «С2-чек» на самолете Airbus A320. В октябре 2022 года FlyArystan получает свой первый новый самолет Airbus. В феврале 2023 года Эйр Астана возобновляет полеты в Пекин с частотой два раза в неделю. Также в аэропорту Астаны Группа запускает первый в стране тренажер L3 Harris Reality Seven A320, тренажер по аварийной эвакуации из кабины Skyart и тренажер пожаротушения для самолетов семейства A320.

Структура Группы. АО «Эйр Астана» приобрела дочернее АО «Авиационная компания «Эйр Казахстан» в ноябре 2019 года. По состоянию на 30 сентября 2023 года дочернее АО не функционировало, а его чистые обязательства составили 7 тыс. тенге. Целью этого приобретения является дальнейшее его преобразование в работающее дочернее предприятие под брендом FlyArystan. 10 октября 2023 года АО «Авиационная компания «Эйр Казахстан» было переименовано в АО «FlyArystan». В 2024 году планируется полный перенос бренда FlyArystan под управление дочернего АО «FlyArystan». Ранее бренд FlyArystan не оперировал под отдельным юридическим лицом и находился в составе АО «Эйр Астана».

Менеджмент. Президентом и исполнительным директором Группы является Питер Фостер с опытом работы в компании в 18 лет и общим опытом работы в индустрии 41 год. В целом ключевой управленческий персонал в количестве 8 человек имеет внушительный опыт работы как в самой Группе, так и в индустрии гражданской авиации. В среднем руководство имеет опыт работы в индустрии в 32 года, а наименьшее значение составляет 22 года в лице исполнительного директора по планированию Алмы Алигужиновой. Тем не менее, она работает в Группе все эти 22 года, с самого ее основания. В среднем ключевое руководство имеет опыт работы в Группе в количестве 15 лет. Меньше всего в Группе работает управляющий директор недавно созданного FlyArystan Адриан Хамилтон-Маннс (3 года).

Таблица 1. Ключевой управленческий персонал Группы

Руководство	Должность	Гражданство	Опыт работы в Группе	Опыт работы в индустрии
Питер Фостер	Президент, Исполнительный директор	Великобритания	18	41
Алма Алигужинова	Директор по планированию	Казахстан	22	22
Ибрахим Жанлыел	Директор по финансам	Турция	20	25
Филиппос Сиаккас	Директор по производственным вопросам	Греция	9	35
Герхардус Коетци	Директор по обеспечению соответствия стандартам корпоративной безопасности	ЮАР	18	41
Адриан Хамилтон-Маннс	Управляющий директор FlyArystan	Австралия	3	25
Кит Уордл	Вице-президент по инженерно-техническому обслуживанию	Великобритания	10	38
Ердаулет Шамшиев	Вице-президент по стратегическому развитию и правительственным связям	Казахстан	21	29
Средний опыт работы			15	32

Источник: данные Группы

Дивидендная политика. Группа планирует придерживаться дивидендной политики с выплатой до 30% от чистой прибыли по МСФО. Решение будет зависеть от наличия чистой прибыли, отсутствия каких-либо законных ограничений на выплату и контрактных обязательств. Также Совет Директоров будет принимать во внимание такие метрики как «соотношение денежных средств к общей выручке не меньше 25%» и соотношение «чистого долга к EBITDAR» не более 3х в среднесрочной перспективе.

Таблица 2. Выплаты дивидендов Группой с 2017 по 2022 гг.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Дивиденды, выплаченные по итогам указанного года, млрд тенге	3,7	-	-	-	-	7,5
Дивиденды на акцию, тенге	3 668 749	-	-	-	-	7 516 580
% от чистой прибыли	29%	-	-	-	-	20%
% от свободного денежного потока	37%	-	-	-	-	12%

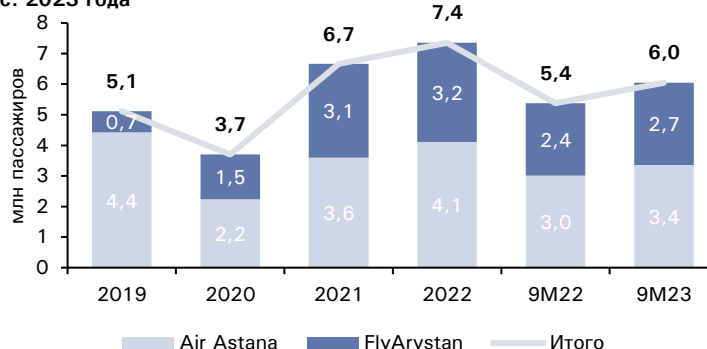
Источник: данные Группы, расчет Фридом Финанс

Обзор операционной деятельности «Эйр Астана»

Группа «Эйр Астана» — крупнейшая группа авиакомпаний в Центральной Азии и Кавказе с долей рынка в 69% и 47% на внутренних и международных маршрутах из Казахстана соответственно. Парк воздушных судов включает в себе 47 самолетов с молодым средним возрастом в 4,9 лет, что позволяет компании обеспечивать регулярные, прямые и транзитные, ближнемагистральные и дальнемагистральные авиаперевозки, а также грузоперевозки на внутренних, внутрирегиональных и международных маршрутах в Центральной Азии, Кавказе, Европе (включая Турцию), Ближний Восток и Азии (включая Индию и Китай). Группа имеет два бренда-авиаперевозчика: (1) Air Астана - бренд с полным спектром услуг и национальный флагманский авиаперевозчик Казахстана; (2) FlyArystan – лоукостер (бюджетный авиаперевозчик), который ориентируется на широкие и разнообразные клиентские и региональные сегменты.

Группа имеет два хабовых аэропорта (Астана и Алматы) и пять баз в Казахстане, где обеспечивается техническое обслуживание и поддержка как своего воздушного парка и оборудования, так и техники сторонних 22 авиакомпаний. С 2019 года все обязательные плановые проверки самолетов проводятся самостоятельно в собственных ангарах, что обеспечивает бесперебойность полетов и снижает себестоимость. Учебная академия «Эйр Астана» в аэропорту Алматы имеет одобрение согласно требованиям EASA 147 и проводит всю необходимую подготовку по проектированию и техническому обслуживанию, включая техподготовку семейства Airbus A320. С 2023 года Центр летной подготовки в аэропорту Астана оснащен пилотажным тренажером L3 Harris Reality Seven A320, первым и единственным в Казахстане, а также тренажером по аварийной эвакуации из кабины и тренажером по пожаротушению. С момента начала деятельности Группа успешно и безопасно перевезла более 65 миллионов пассажиров.

График 1. Динамика пассажиропотока Группы по брендам за 2019 – 9 мес. 2023 года

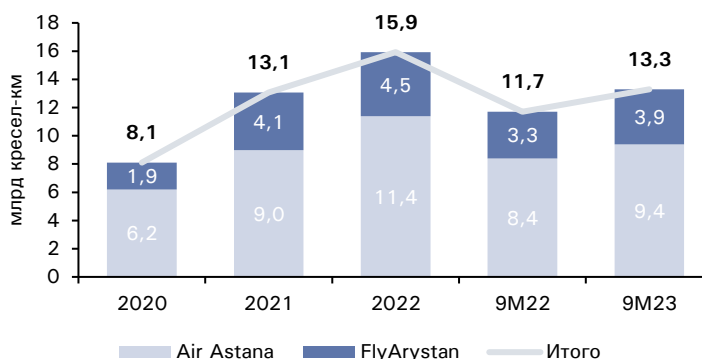


Источник: данные Группы

Группа за 9 месяцев 2023 года осуществила полеты по 99 маршрутам в 21 стране. Общий пассажиропоток вырос с 5,4 млн человек за 9 месяцев 2022 года до 6 млн человек за 9 месяцев 2023 года. В 2022 году пассажиропоток достиг 7,4 млн человек, превысив допандемийный уровень на 45%. Основным драйвером роста стали авиаперевозки под брендом FlyArystan, пассажиропоток которого с

2019 по 2022 года вырос более чем в 4,5 раза.

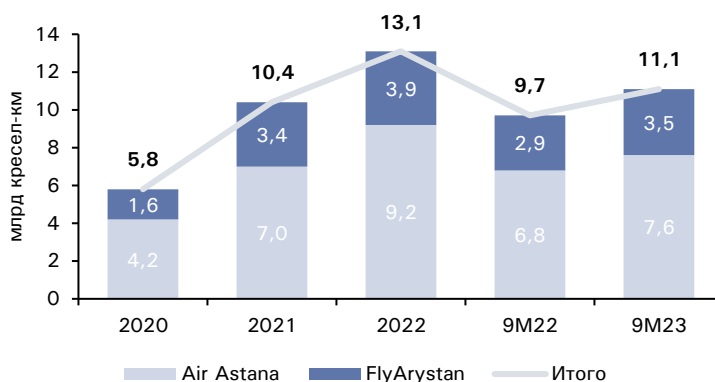
График 2. Динамика показателя ASK (предельный пассажирооборот) Группы по брендам за 2019 – 9 мес. 2023 года



Источник: данные Группы

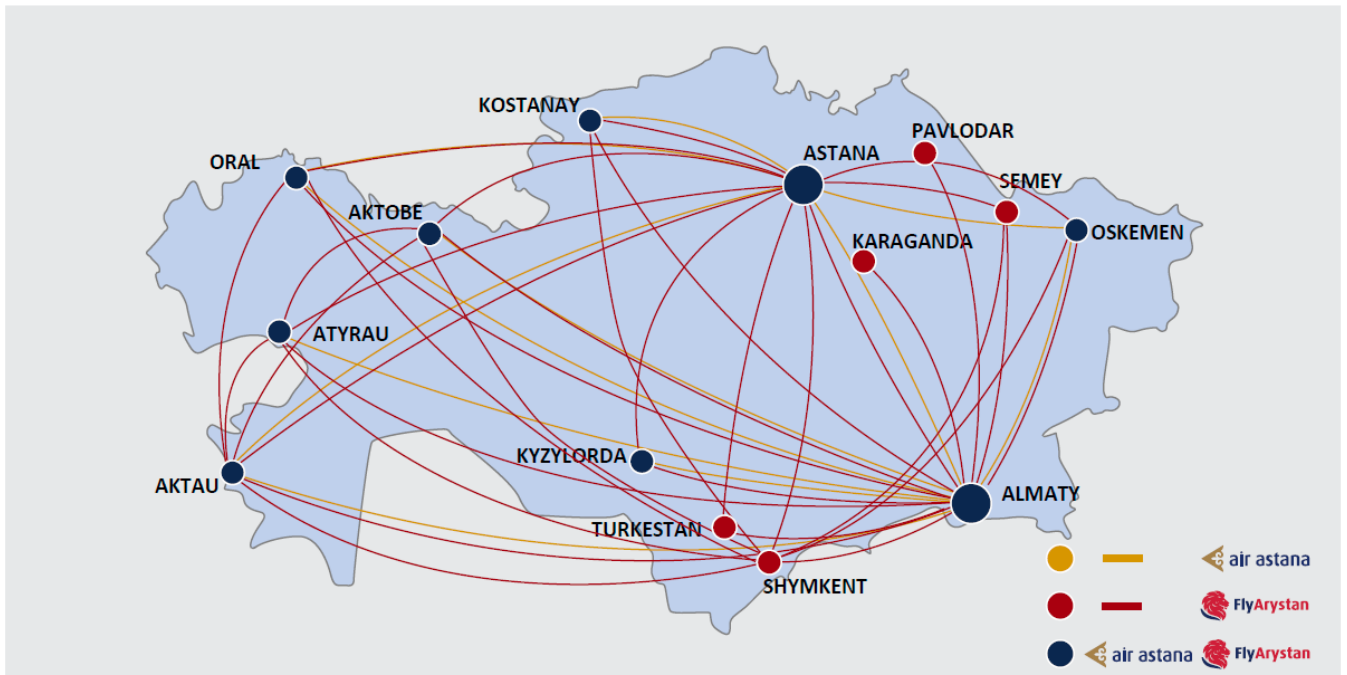
Предельный пассажирооборот (ASK – Available Seat Kilometers) является одним из главных параметров для расчета важных операционных и удельных метрик. Данный показатель демонстрирует емкость перевозки и рассчитывается как количество кресел, умноженное на дистанцию полета. ASK Группы показывает существенный рост с 2020 года (+96% за 2020-2022 гг.) за счет увеличения средней дистанции (+12,5%), количества вылетов (+68%) и количества самолетов (+22% или с 32 до 39 штук). Увеличение показателя ASK демонстрирует увеличение возможностей по перевозке большего количества пассажиров.

График 3. Динамика показателя RPK (пассажирооборот) Группы по брендам за 2019 – 9 мес. 2023 года



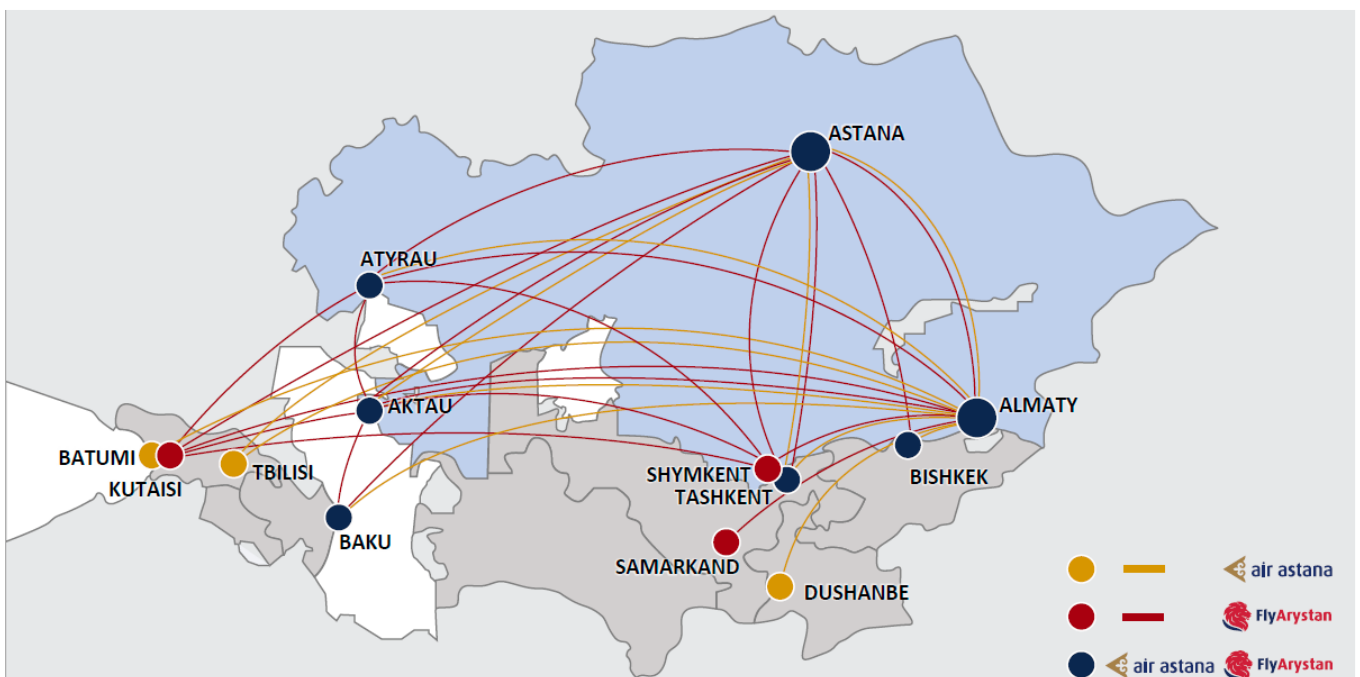
Источник: данные Группы

Фактический пассажирооборот (RPK, Revenue Passenger Kilometers) также растет вместе с ASK. За период 2020-2022 гг. рост составил 126% и достиг 13,1 млрд кресло-километров. За 9 месяцев 2023 года рост в годовом выражении составил 14%, а показатель RPK достиг 11,1 млрд кресло-километров. Путем деления RPK на ASK можно получить общий коэффициент загрузки полетов. Для Air Astana за 9 месяцев 2023 года загрузка составила 81,7%, а у бренда FlyArystan 89,7%. В пандемийном 2020 году аналогичный показатель составлял 67,3% и 82,9% соответственно.

Иллюстрация 1. Все маршруты и направления Группы на рынке Казахстана по состоянию на 30 сентября 2023 года


Источник: данные Группы

На местном рынке Группа в общей сложности имеет 43 маршрута по 14 городам направлениям. Бренд Air Astana совершает 14 регулярных маршрутов по 9 городам, тогда как бренд FlyArystan имеет 29 маршрутов по 14 городам.

Иллюстрация 2. Все маршруты и направления Группы на рынке Центральной Азии и Кавказа по состоянию на 30 сентября 2023 года


Источник: данные Группы

На региональном рынке Группа в общей сложности имеет 18

маршрутов по 11 городам направлениям. Бренд Air Astana совершает 8 регулярных маршрутов по 6 городам, тогда как бренд FlyArystan имеет 10 маршрутов по 5 городам.

Иллюстрация 3. Все международные маршруты и направления Группы по состоянию на 30 сентября 2023 года

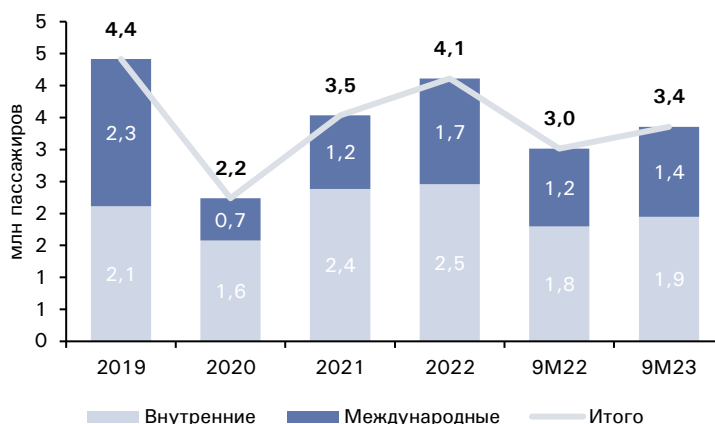


Источник: данные Группы

На международном рынке вне региона «Центральная Азия и Кавказ» Группа летает в Европу, Ближний Восток, Индию, Юго-Восточную и Восточную Азию. После начала военного конфликта между Россией и Украиной, Группа перестала совершать полеты по украинским и российским направлениям.

Бренд Air Astana. Данный бренд является авиакомпанией с полным спектром услуг (Full-Service) и обеспечивает пассажирские и грузовые перевозки в различных форматах: регулярные, чартерные, прямые, транзитные, ближне и дальнемагистральные на внутренних, региональных и международных маршрутах.

График 4. Динамика пассажиропотока бренда Air Astana по направлениям за 2019 – 9 мес. 2023 года

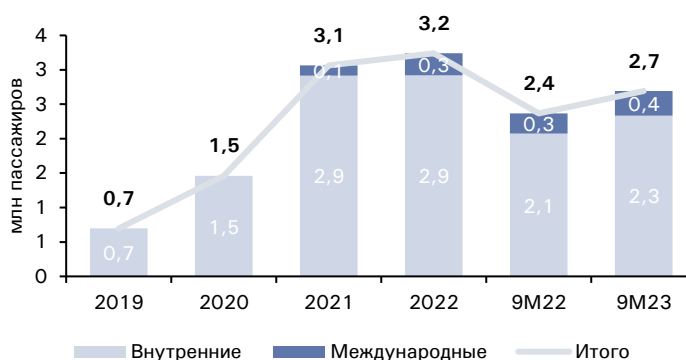


Источник: данные Группы

Пассажиропоток под брендом Air Astana вырос с 3 млн за 9 месяцев 2022 года до 3,4 млн человек за аналогичный период 2023 года. Если сравнивать с допандемийным уровнем 2019 года, то пассажиропоток Air Astana как отдельного авиаперевозчика снизился с 4,4 до 4,1 млн человек. Тем не менее основным драйвером снижения стали международные направления, которые не полностью восстановились ввиду различных причин (начало военного конфликта между Россией и Украиной, карантин в Китае, и т.д.). Тогда как по внутренним направлениям показатели превосходили уровень 2019 года в 2,1 млн человек. В 2022 году пассажиропоток по внутренним направлениям достиг 2,5 млн человек. За 9 месяцев 2023 года рост продолжился и достиг 8,4% по внутренним направлениям и 15% по международным направлениям.

Бренд FlyArystan. FlyArystan вышел на рынок в 2019 году, став одним из первых лоукостеров (LCC, Low-Cost Carrier) на рынке Центральной Азии. На текущий момент перевозчик обеспечивает регулярные ближние и среднемагистральные рейсы в Казахстане, в Турцию, на Кавказ и Ближний Восток. Бизнес-модель лоукостера FlyArystan заключается в том, чтобы предлагать своим клиентам стабильно низкие тарифы с целью стимулирования спроса на недостаточно обслуживаемых рынках. Группа считает, что запуск FlyArystan способствовал значительному росту рынка авиаперевозок Казахстана.

График 5. Динамика пассажиропотока бренда FlyArystan по направлениям за 2019 – 9 мес. 2023 года



Источник: данные Группы

Запустив бренд в 2019 году, когда FlyArystan перевез 700 тыс. пассажиров на внутреннем рынке, в 2022 году FlyArystan достиг пассажиропотока в 3,2 млн человек, что дает общий рост пассажиропотока более чем в 4,5 раза. За 9 месяцев 2023 года FlyArystan перевез 2,7 млн пассажиров, что на 12,5% выше результата прошлого года. С 2021 года авиаперевозчик начал работать и по международным направлениям. За 9 месяцев 2023 года международный пассажиропоток составил 358 тыс. человек, что на 23% выше результата аналогичного периода 2022 года.

Парк воздушных судов. По состоянию на 30 сентября 2023 года летный парк Группы состоит из 47 самолетов. 39 из них взяты под операционную аренду, тогда как остальные под финансовый лизинг. Обычно срок операционной аренды составляет 6-12 лет.

Таблица 3. Парк самолетов Группы по состоянию на 30 сентября 2023 года

	Количество мест	Наличие бизнес-класса	Дальность полета, км	Количество
Airbus A321	179	да	5 950	6
Airbus A320neo	148	да	6 850	7
Airbus A321neo LR	166	да	7 400	10
FlyArystan Airbus A320	180	нет	6 100	11
FlyArystan Airbus A320neo	188	нет	6 300	5
Embraer E190-E2	108	да	6 500	5
Boeing 767	223	да	11 000	3
ИТОГО	7 899			47

Источник: данные Группы

Группа преимущественно использует самолеты Airbus семейства A320/A321, в количестве 39 штук. Также имеются 3 дальнемагистральных Boeing 767 и 5 Embraer E190-E2. Средний возраст 22 самолетов Airbus бренда Air Astana составляет 4,1 года, 5 самолетов Embraer 4,4 года, а трех Boeing 767 – 9,7 лет, что дает общий средний возраст всех самолетов бренда Air Astana в 5,2 года по состоянию на 30 сентября 2023 года. Средний возраст всех самолетов FlyArystan составляет 6,1 лет. Самолеты A320 имеют средний возраст в 9,4 лет, а самолеты A320neo являются самыми новыми со средним возрастом в 0,6 лет.

Таблица 4. Прогноз структуры парка самолетов Группы за 2024-2028 гг.

	9M23Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
FlyArystan Airbus A320	11	11	11	9	4	4
FlyArystan Airbus A320neo	5	11	13	18	26	30
Airbus A321	6	2	2	2	1	1
Airbus A320neo	7	9	11	11	12	12
Airbus A321neo	-	5	8	8	9	10
Airbus A321LR	10	11	13	15	18	20
Embraer E190-E2	5	4	-	-	-	-
Boeing 767-300ER	3	3	2	-	-	-
Boeing 787	-	-	2	3	3	3
ИТОГО	47	56	62	66	73	80

Средний возраст самолетов	4,9	5,1	5,1	5,2	4,7	5,1
----------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

Источник: данные Группы

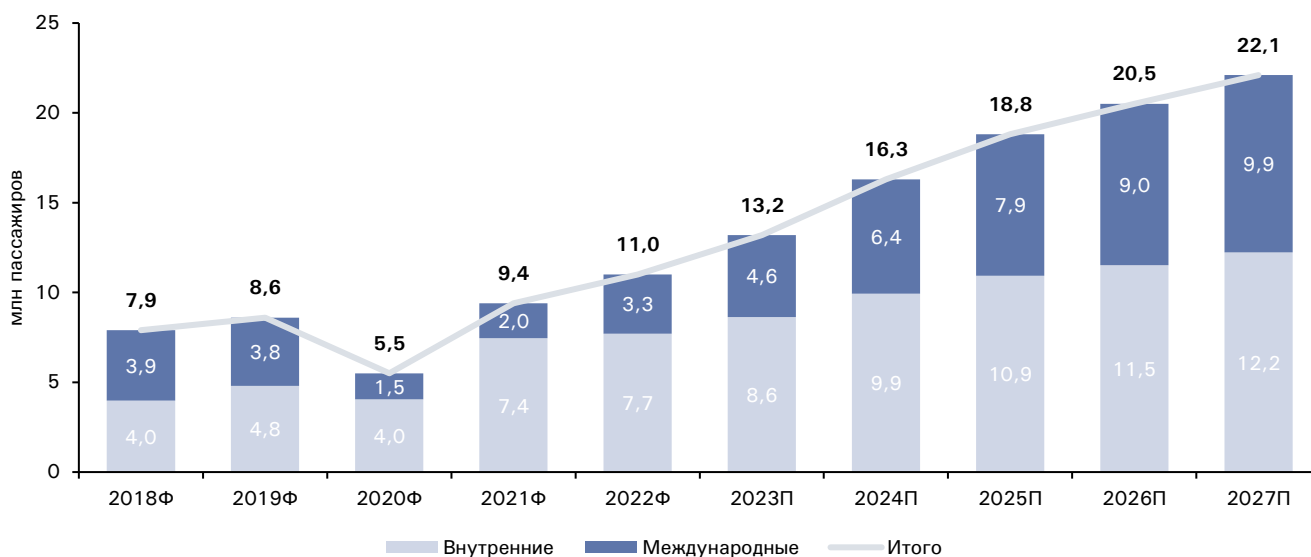
Группа планирует увеличить количество самолетов с 47 до 80 единиц к концу 2028 года. Увеличение по большей части касается бренда FlyArystan, у которого количество самолетов увеличится с 16 до 34 единиц. Это во многом произойдет за счет Airbus A320neo, которые будут составлять большую часть парка Группы к концу 2028 года. Группа планирует остановить эксплуатацию Embraer E190-E2 к 2025 году, что значительно упростит техническое обслуживание и поддержание общего парка судов, так как он будет состоять лишь из A320/A321 и 2-3 Boeing. Средний возраст будет находиться в диапазоне 4,7-5,1 лет за счет постоянного прибытия новых и убытия некоторых более старых самолетов ввиду окончания срока аренды.

Топливо. Расходы на топливо имеют самую высокую долю в операционных расходах Группы, и, следовательно, эффективность этой части деятельности является очень важным. Группа в большинстве своем использует авиационный керосин типа ТС-1, который преимущественно выпускается в Казахстане и СНГ. За 9 месяцев 2023 года Группа использовала авиакеросин ТС-1 в 72% случаях, тогда как остальные 28% пришлось на топливо Jet A-1, который преимущественно используется в США и Западной Европе. Группа напрямую без посредников закупает авиакеросин у казахстанских НПЗ, а также при комфортном уровне цен хеджирует цену на иностранное топливо Jet A-1. Так, Группа захеджировала цену на 100% топлива Jet A-1 для первого квартала 2024 года и на 75% для второго квартала 2024 года. В целом же цены на ТС-1 являются менее волатильными и зависимыми от цен на сырую нефть в отличие от Jet A-1. В 2022 году закупочные цены на местном рынке оказались на \$300-350 дешевле за 1 тонну, чем на зарубежном рынке авиакеросина.

Резюме ситуации в индустрии авиаперевозок

Казахстанский рынок авиаперевозок показывает значительный рост в последние годы. Основной рост происходит по внутренним направлениям, тогда как по международным направлениям восстановление после пандемии происходит куда более медленными темпами.

График 6. Фактический и прогнозный (на основе скорректированного прогноза IATA) пассажиропоток воздушного транспорта Казахстана по направлениям за 2018 – 2027 гг., млн пассажиров



Источник: данные Бюро Национальной Статистики, прогнозы IATA с корректировками Freedom Broker

Растущий пассажиропоток в Казахстане. С 2018 по 2022 гг. общий пассажиропоток в Казахстане вырос с 7,9 млн до 11 млн человек (+39%). Основной рост произошел благодаря внутренним авиаперевозкам, пассажиропоток которых вырос с 4 до 7,7 млн человек (+93%), тогда как по международным направлениям наблюдается снижение с 3,9 до 3,3 млн пассажиров. Главными причинами этого является глобальная пандемия в 2020 году, начало военного конфликта между Россией и Украиной в 2022 году, жесткий локдаун в Китае.

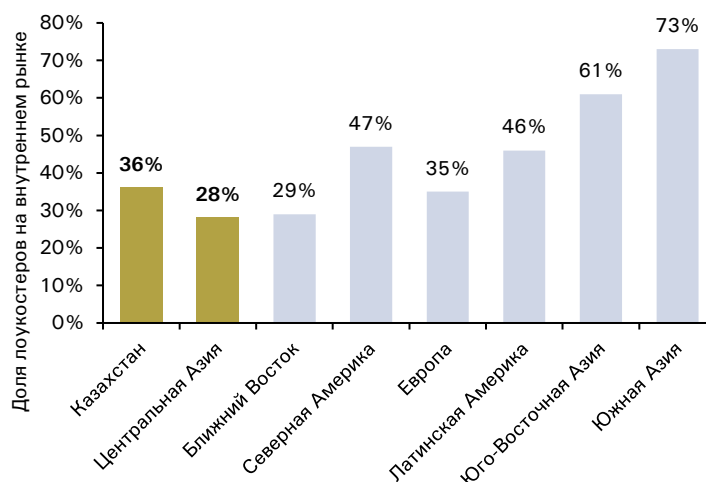
Согласно прогнозам IATA, которые были нами скорректированы вниз ввиду различий в методологии расчета между IATA и Бюро Национальной Статистики, ожидается рост пассажиропотока воздушным транспортом до 22,1 млн человек в 2027 году. Основным драйвером роста должны стать авиаперевозки по международным направлениям за счет прогноза по удвоению пассажиропотока к 2027 году благодаря восстановлению международных рынков, в особенности азиатского, более либеральной политике Казахстана по доступу к воздушному пространству и визовой политике для иностранных граждан. Также фактором роста станут бюджетные авиаперевозки (лоукостеры), доля которых в 2027 году по прогнозу IATA составит 69% международных перевозок в/из Казахстана. Казахстан и в целом Центральная Азия стали первым регионом в мире, который смог показать полное восстановление предельного пассажирооборота после пандемии COVID-19. В 2022 году в Юго-Восточной Азии данный показатель оказался ниже показателя 2019

года на 42%, в Северо-Восточной Азии на 33%, в Европе на 18%, на Ближнем Востоке на 15%. Восстановление этих рынков до уровня допандемийного периода может стать драйвером роста международного пассажиропотока в Казахстане.

Если же сравнивать с ВВП на душу населения и пассажиропотоком воздушным транспортом, то в Казахстане остается значительный потенциал для будущего роста пассажиропотока. Такие страны, как Малайзия, Турция и Мексика, имея сопоставимый показатель ВВП, показывают более высокий относительный показатель пассажиропотока к населению. В Казахстане коэффициент «пассажиропоток к населению» достигает 0,6, тогда как в Турции 1,2, в Малайзии 1,1, а в Мексике 0,8. В случае исполнения прогноза по росту ВВП на душу населения к 2030 году в размере \$19,5 тыс., данный коэффициент может вырасти до 1,75.

Потенциал роста бюджетных авиаперевозок. Доля лоукостеров по внутренним направлениям в Казахстане достигла 36% в 2022 году (11% в 2019 году) и 21% по международным направлениям (6% в 2019 году). Но в сравнении с другими регионами данные показатели являются достаточно низкими. Так, в Северной Америке доля лоукостеров на рынке внутренних перевозок достигает 47%, в Европе 35%, в Латинской Америке 46%, в Юго-Восточной Азии 61%, а в Южной Азии 73%. Тем самым имеется значительный потенциал для роста рыночной доли лоукостеров.

График 7. Доля лоукостеров по внутренним рейсам в разрезе регионов в 2022 году



Источник: данные Группы

Доля рынка и конкуренция. Доля Группы в 2023 году на рынке внутренних перевозок составляет 69%, на региональном рынке 40% (Центральная Азия и Кавказ), а на международном рынке Казахстана 47%.

Таблица 5. Динамика доли рынка внутренних авиаперевозок в Казахстане за 2018-2022 гг.

	2018	2019	2020	2021	2022
Air Astana	52%	44%	39%	32%	32%
FlyArystan	-	12%	31%	39%	38%
Группа Air Astana	52%	56%	70%	71%	70%
SCAT	24%	20%	24%	20%	22%
Qazaq Air	7%	8%	4%	8%	7%
Другие	1%	2%	2%	1%	1%
Bek Air	16%	14%	-	-	-

Источник: данные Группы

Запуск FlyArystan и уход с рынка BekAir позволили Группе значительно увеличить долю рынка внутренних авиаперевозок. В 2018 году рыночная доля Группы составляла 52%, а с 2020 года находится на уровне 70-71%. FlyArystan в свою очередь нарастила долю рынка до 38-39% в 2021-2022 гг. Основным конкурентом Группы на внутреннем рынке является авиакомпания SCAT, имеющая долю рынка в 20-24% в последние годы. Также из заметных игроков на рынке можно отметить Qazaq Air, с рыночной долей в 7-8%.

Таблица 6. Динамика доли рынка международных авиаперевозок в Казахстане за 2018-2022 гг.

	2018	2019	2020	2021	2022
Air Astana	34%	36%	46%	46%	33%
FlyArystan	-	-	-	8%	9%
Группа Air Astana	34%	36%	46%	54%	42%
Aeroflot	16%	15%	9%	8%	н.д.
Turkish Airlines	5%	5%	7%	7%	10%
Flydubai	4%	3%	5%	7%	6%
SCAT	8%	7%	16%	н.д.	10%
Другие	33%	34%	17%	24%	32%

Источник: данные Группы

По международным перевозкам можно увидеть рост доли Группы с 34% в 2018 году до 54% в 2021 году. Однако, в 2022 году наблюдалось снижение доли ввиду того, что авиакомпании Группы перестали летать в Россию. Тем не менее, если исключить российские маршруты из расчета, то доля рынка Группы составляет 53%. Основными конкурентами на рынке международных перевозок в Казахстане являются Turkish Airlines, SCAT, Flydubai.

Одним из важных конкурентных преимуществ Группы «Эйр Астана» является удачное расположение Казахстана и отсутствие значительных конкурентов в радиусе 4,5 часов полета. Так, из Актау, в радиусе 4,5 часов полета находятся Восточная Европа, Египет, почти весь Арабский полуостров. Тогда как из Алматы покрывается почти вся Индия, большая часть Китая и Персидский залив. В радиусе 7 часов полета из Актау можно добраться до Западной Европы, а из Алматы до Юго-Восточной Азии, восточного Китая и Кореи. Данные показатели важны для эффективности любой авиакомпании, так как за 4,5 часов полета можно будет вернуть экипаж обратно на базу в тот же день, что очень важно для бюджетной авиакомпании. А 7-часовой радиус показывает дальность полета узкофюзеляжных самолетов, коих

большинство у Группы.

Либеральная политика Казахстана в индустрии. В 2017 году Казахстан начал политику «открытого неба», что дало иностранным авиакомпаниям так называемую «пятую степень свободы воздуха». Это позволяет им выполнять полеты между двумя странами, если пунктом назначения или вылета является государство иностранной авиакомпании. Однако данная политика действует только по отношению маршрутам, где не оперируют казахстанские авиакомпании. Пятая степень свободы воздуха действует в 13 аэропортах Казахстана и в январе 2023 года была продлена до конца 2027 года. Это увеличило конкуренцию между авиакомпаниями в Казахстане, стимулировало международный туризм и запуск новых маршрутов.

Также отметим либеральную политику Казахстана в отношении визового режима со многими странами мира. В 2014 году Казахстан предоставил возможность для безвизового въезда гражданам 19 стран. Данная мера была затем расширена и согласно данным Азиатского Банка Развития привела к росту прибывающих иностранцев на 50% в период 2014-2018 гг. К 2023 году Казахстан имеет безвизовый режим с более чем 100 странами, включая Индию и Китай. Для большинства остальных стран мира для въезда в Казахстан требуется электронная виза, что также упрощает въезд. Все это, вероятнее всего, будет стимулировать дальнейший рост пассажиропотока по международным направлениям.

Стратегия развития и среднесрочные планы «Эйр Астана»

Среднесрочную стратегию развития Группы можно разделить на три основные категории: (1) Рост; (2) Эффективность; (3) Превосходство.

Рост. Группа намерена и дальше расти на внутренних и региональных рынках, расширяя авиасообщение. Также этому будет способствовать развитие бренда FlyArystan в качестве регионального лидера в сегменте лоукостеров. К тому же Группа будет искать смежные возможности для роста выручки, с особым прицелом на бренд FlyArystan. Планируется дальнейший рост на таких крупных рынках, как Индия и Китай, и достижение целей роста за счет увеличения парка воздушных судов до 80 штук к 2028 году. Группа также продолжит расширять модель клиентского сервиса и программу лояльности.

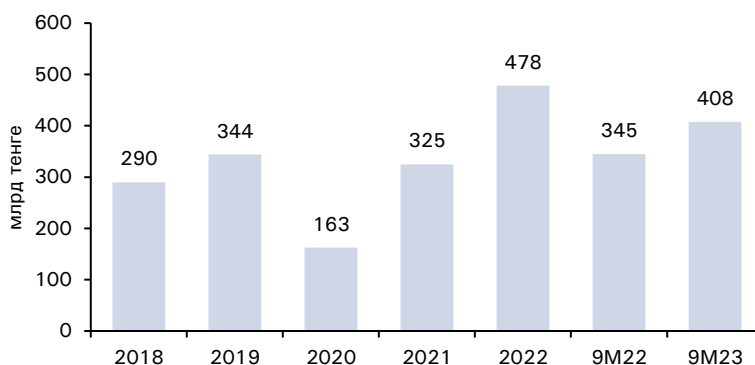
Эффективность. Планируется продолжение самостоятельной эксплуатации и сложного технического обслуживания для того, чтобы извлечь выгоду от эффекта масштаба во время расширения бизнеса. Группа намерена сохранить текущие высококонкурентные уровни расходов на кресло-километр (CASK) и повышать производительность за счет IT-решений, цифровой коммерции для дальнейшей поддержки всех подразделений.

Превосходство. Эйр Астана планирует и далее фокусироваться на улучшение качества обслуживания пассажиров и привлекать лучших специалистов в свою компанию. Учитывая, что Группа получила награду Skytrax «Лучший лоукостер в Центральной Азии и СНГ» в 2023 году, Группа намерена далее укреплять репутацию FlyArystan в вопросах доступности цены и уровня качества обслуживания. Планируются дальнейшие инвестиции в развитие услуг, включая обучение, инжиниринг, наземное обслуживание и питание.

Финансовый обзор «Эйр Астана»

Продолжение роста выручки. Группа продолжает обновлять рекорды по выручке. В 2022 году общая выручка достигла 478 млрд тенге, что на 47% выше показателя 2021 года и на 39% выше допандемийного показателя в 344 млрд тенге. За 9 месяцев 2023 года выручка достигла 408 млрд тенге, что подразумевает годовой рост доходов на 18%.

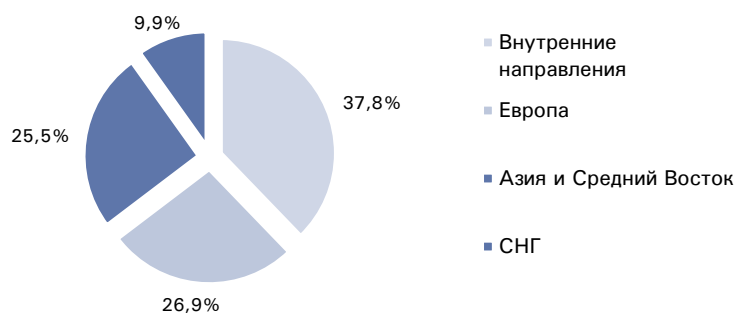
График 8. Выручка Группы за 2018 – 9 мес. 2023 гг., млрд KZT



Источник: данные Группы

Почти вся выручка (97%) приходится на пассажирские перевозки, тогда как остальная часть на грузоперевозки и прочие доходы. Также почти вся выручка (95%) полученная от пассажирских перевозок приходится на регулярные пассажирские рейсы. Остальные 5% приходятся на чартерные пассажирские рейсы. Если же смотреть на разбивку выручки по направлениям, то самая ее большая часть поступает от рейсов по международным направлениям (62%). Тем не менее, если рассматривать международные направления по отдельности, то от европейских маршрутов за 9 месяцев 2023 года поступило 26,9% выручки, от Азии и Среднего Востока 25,5%, а от СНГ 9,9%. Остальные 38% выручки поступили от рейсов по внутри Казахстана. Отметим, что до пандемии доля внутренних маршрутов в выручке стабильно оставалась в диапазоне 27-28%. Запуск FlyArystan, пандемия и военный конфликт между Россией и Украиной привели к сдвигу в сторону внутренних рейсов.

График 9. Структура выручки Группы по направлениям за 9 мес. 2023 г.



Источник: данные Группы

RASK – доход на единицу ASK растет в последние годы. Еще одним

важным удельным параметром для авиакомпании является RASK (доход на один кресло-километр). С 2020 года данный показатель вырос с 4,9 центов до 6,8 центов в 2023 году, что в том числе указывает на увеличение загрузки и средней цены полета. Большая часть RASK приходится на международные направления, где он составляет 7,4 цента против 6 центов по внутренним рейсам. Также бренд Air Astana показывает куда более высокий показатель RASK чем FlyArystan: 6,5 против 5,4 центов по внутренним направлениям и 7,6 против 5,7 центов по международным направлениям.

Таблица 7. Динамика показателя RASK (доход на один кресло-километр) Группы за 2018 – 9 мес. 2023 гг., цент США

RASK, цент США	2020	2021	2022	9M22	9M23
Внутренние направления	3,9	4,1	5,1	5,1	6,0
<i>Air Astana</i>	4,4	4,6	5,6	5,6	6,5
<i>FlyArystan</i>	3,1	3,7	4,5	4,6	5,4
Международные направления	6,0	8,0	7,7	7,5	7,4
<i>Air Astana</i>	6,1	8,3	7,9	7,7	7,6
<i>FlyArystan</i>	2,2	5,2	6,0	6,0	5,7
ИТОГО	4,9	5,8	6,5	6,4	6,8

Источник: данные Группы

Рост операционных расходов вместе с выручкой. Операционные расходы Группы в абсолютных значениях растут вместе с выручкой. Основной рост пришелся на износ и амортизацию из-за увеличения количества самолетов. Также заметно выросли расходы на топливо в 2022 году на фоне роста цен на нефть и увеличения количества и длительности полетов.

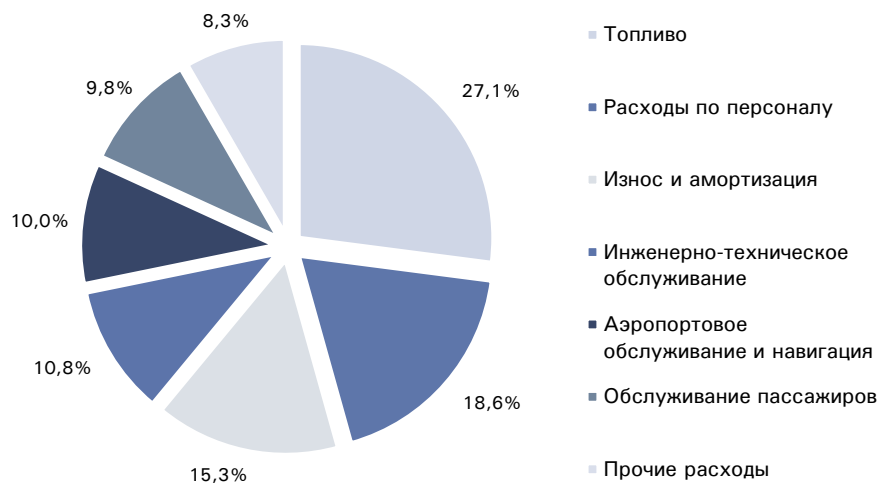
Таблица 8. Динамика операционных расходов Группы за 2018 – 9 месяцев 2023 гг., млрд KZT

Операционные расходы, млрд тенге	2018	2019	2020	2021	2022	9M22	9M23
Топливо	80	79	36	62	107	76	95
Износ и амортизация	9	31	42	51	62	45	54
Расходы по персоналу	28	39	30	45	69	45	65
Инженерно-техническое обслуживание	30	36	17	40	58	39	38
Аэропортовое обслуживание и навигация	39	42	19	30	39	28	35
Обслуживание пассажиров	31	35	15	26	37	27	34
Прочее	61	51	32	31	35	32	29
ИТОГО	277	314	191	285	408	292	350

Источник: данные Группы

В структуре операционных расходов за 9 месяцев 2023 года главной является статья «Топливо», доля которой составляет 27,1%. На втором месте расходы по персоналу с результатом в 18,6%, а на третьем месте расположились неденежные расходы на износ и амортизацию с долей в 15,3%.

График 10. Структура операционных расходов Группы за 9 мес. 2023 г.



Источник: данные Группы

Удельные показатели себестоимости показывают небольшой рост.

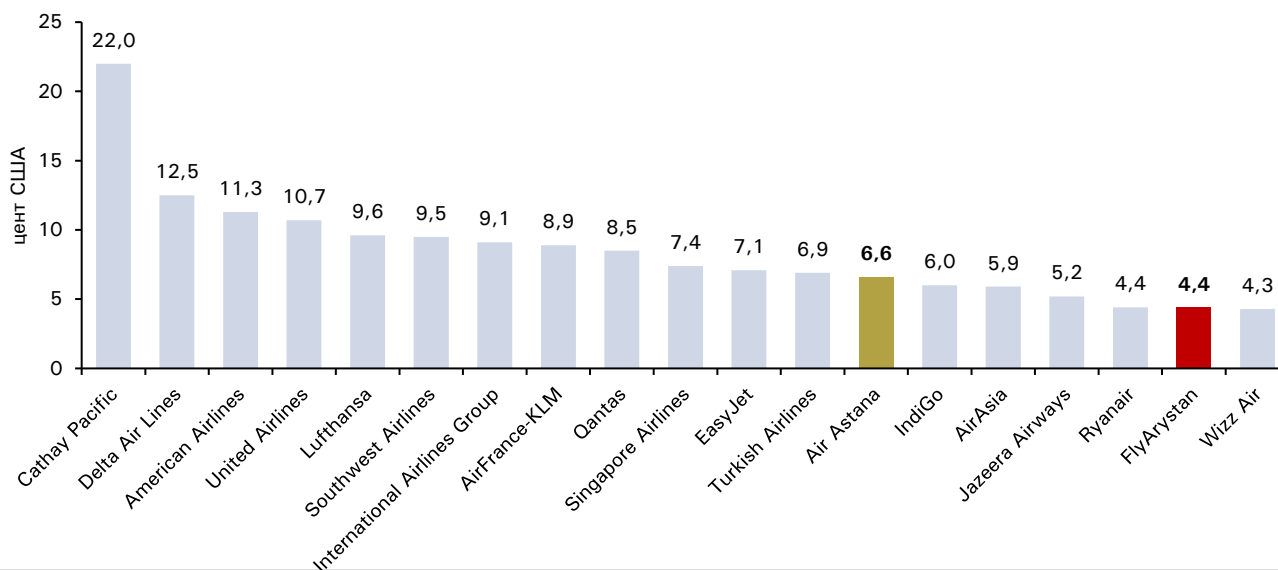
Хоть и операционные расходы растут вместе с выручкой в абсолютных значениях, удельный показатель расходов на один кресло-километр (CASK) остается стабильным в последние годы. В 2020 году CASK составлял 5,8 центов, также, как и за 9 месяцев 2023 года. Лоукостер FlyArystan в свою очередь имеет куда меньший CASK чем Air Astana: 4,8 центов против 6,9 центов. Тем не менее в последние годы CASK FlyArystan несколько вырос, вероятнее всего из-за увеличения международных рейсов и роста стоимости топлива. Также, если рассматривать CASK без учета топлива, то можно отметить снижение показателя с 2020 года: с 4,7 центов до 4,3 цента. В 2023 году за 9 месяцев рост CASK составил 0,4 цента.

Таблица 9. Динамика показателя CASK (расходы на один кресло-километр) Группы за 2018 – 9 мес. 2023 гг., цент США

CASK, цент	2020	2021	2022	9M22	9M23
CASK, Группа	5.8	5.0	5.6	5.4	5.8
<i>Air Astana</i>	6.8	6.2	6.6	6.4	6.9
<i>FlyArystan</i>	3.8	3.7	4.3	4.2	4.8
CASK без учета топлива, Группа	4.7	4.0	4.1	4.0	4.3
<i>Air Astana</i>	5.7	5.1	5.0	4.9	5.2
<i>FlyArystan</i>	2.8	2.7	3.0	3.0	3.4

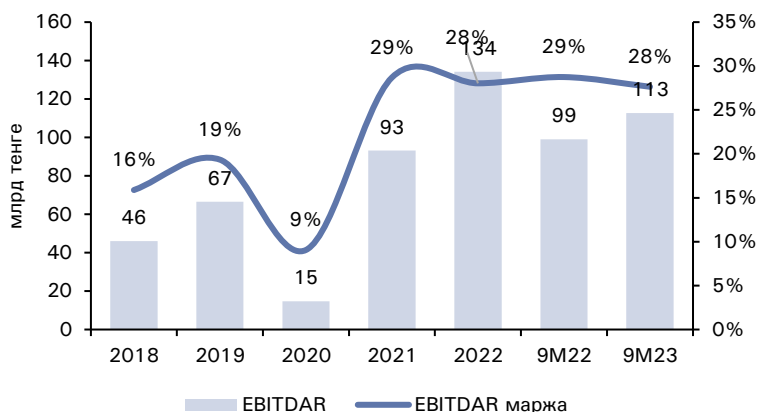
Источник: данные Группы

В целом, относительно большинства авиакомпаний мира, CASK Группы находится на низком уровне. У таких известных лоукостеров, как EasyJet (7,4 цента), AirAsia (5,9 цента), CASK выше, чем у FlyArystan. Показатели CASK у FlyArystan сопоставимы с Ryanair и Wizz Air. Среди авиакомпаний полного сервиса Air Astana как отдельный бренд также показывает довольно низкий уровень CASK. Так, у Turkish Airlines показатель достигает 6,9 центов, у Qantas 8,5 центов, AirFrance-KLM 8,9 центов, Lufthansa 9,6 центов, United Airlines 10,7 центов и American Airlines 11,3 центов.

График 11. CASK (расход на кресло-километр) различных авиакомпаний в 2022 году, цент США


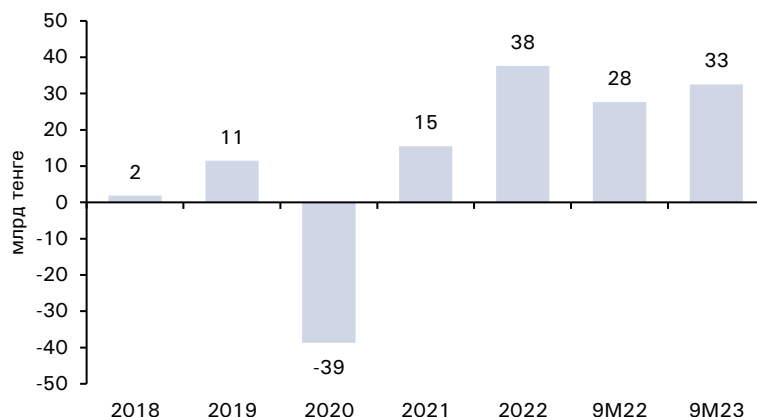
Источник: данные Группы

Стабильная EBITDAR маржа. EBITDAR Группы за 9 месяцев 2023 года достигла 113 млрд KZT. EBITDAR является показателем аналогичным с EBITDA, только исключает из себя расходы на аренду самолетов. EBITDAR маржа с 2021 года остается стабильной на уровне 28-29%, хотя до пандемии составляла 16% в 2018 году и 19% в 2019 году.

График 12. Динамика EBITDA и EBITDAR маржи Группы за 2018 – 9 мес. 2023 гг., млрд KZT


Источник: данные Группы

Растущая чистая прибыль. Чистая прибыль показывает рост в последние три года. В 2020 году Группа получила чистый убыток в 39 млрд тенге на фоне COVID-19. Тем не менее быстрое восстановление выручки и небольшой рост CASK позволило Группе сразу вернуться к прибыльности и даже превысить показатели 2019 года. В 2022 году чистая прибыль достигла 38 млрд тенге (+153% г/г), а за 9 месяцев 2023 года рост составил 18%. Учитывая сезонно сильный четвертый квартал, вероятнее всего, мы увидим новый рекорд по чистой прибыли по итогам 2023 года. Чистая маржа последние два года находится примерно на уровне 8%.

График 13. Динамика чистой прибыли Группы за 2018 г. – 9 мес. 2023 года, млрд KZT


Источник: данные Группы

Способность к генерации денежных средств. Несмотря на чистую маржу в 8%, Группа генерирует куда более высокий объем денежных средств, так как некоторая часть чистой прибыли занижается из-за неденежных расходов. Свободный денежный поток Группы с учетом выплат операционной аренды в 2021 году достиг 66 млрд тенге, а в 2022 году 61 млрд тенге, из которых Группа 17,4 млрд тенге заплатила в виде процентов по долгам и погасила 21,2 млрд тенге займов. Операционные денежные потоки в 2022 году достигли 163 млрд тенге, и после пандемии оказывается выше показателя EBITDAR.

График 14. Динамика свободного денежного потока и дивидендов Группы за 2018 г. – 9 мес. 2023 г., млрд KZT

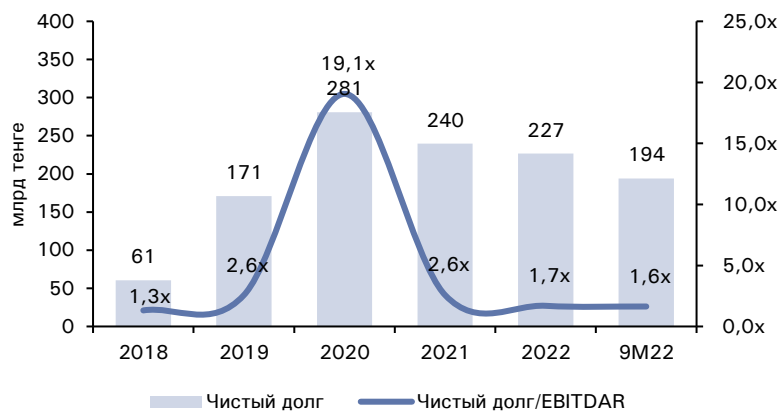

Источник: данные Группы

Небольшое снижение уровня долга. Уровень долга Группы включая операционную аренду в абсолютных значениях несколько снизился в 2023 году, достигнув 331 млрд тенге в конце сентября, против 345 млрд тенге в конце 2022 года и 366 млрд тенге в конце 2020 года. Увеличение показателя с 2018 года является следствием роста парка воздушных судов. Процентные расходы снизились в 2022 году с 20 до 18 млрд тенге за счет погашения банковских кредитов. Однако, процентные расходы увеличились за 9 месяцев 2023 года с 13 до 17 млрд тенге на фоне роста расходов по операционной аренде. Текущая операционная прибыль покрывает финансовые расходы в 4 раза.

График 15. Динамика долга и финрасходов Группы за 2018 г. – 9 мес. 2023 года, млрд KZT


Источник: данные Группы

Стабильное снижение чистого долга с 2020 года. А вот чистый долг Группы, включая операционную аренду, стабильно снижается с 2020 года, когда он достигал 281 млрд тенге. На конце сентября 2023 года показатель достиг 194 млрд тенге, а относительный показатель чистого долга к EBITDAR снизился до 1,6х. В 2019 году коэффициент достигал 2,6х.

График 16. Динамика чистого долга и соотношения чистого долга к EBITDAR за 2018 г. – 9 мес. 2023 гг., млрд KZT


Источник: данные Группы

«Эйр Астана»: предположения и модель оценки

Целевая цена на 1 простую акцию – 1 600 тенге. Мы рассчитали нашу целевую цену на уровне 1 600 тенге за одну акцию (\$14,1 за один ГДР), что предполагает потенциал роста в 51% от текущей цены. Эта целевая цена представляет собой итоговый результат моделирования наших предположений в рамках модели дисконтированных денежных потоков (DCF).

Ключевые моменты модели оценки DCF. Ключевым в модели оценки Группы является прогнозный уровень пассажиропотока в Казахстане и соответственно прогнозный пассажиропоток самой Группы. Мы считаем, что пассажиропоток воздушного транспорта в Казахстане продолжит сохранять тренд роста и повысится с текущих 66% до 105% от населения Казахстана. Также мы прогнозируем некоторое увеличение доли рынка Группы по внутренним направлениям в большей степени за счет лоукостера FlyArystan. По международным направлениям мы также считаем, что доля рынка FlyArystan увеличится на 5 п.п., а у Air Astana останется примерно на прежнем уровне. По части операционных расходов мы ожидаем постепенного роста расходов на один кресло-километр вместе с инфляцией. Также ожидается увеличение персонала и арендных выплат на фоне будущего роста парка воздушных судов.

Выручка. Основой для расчета выручки является пассажиропоток воздушным транспортом. Мы ожидаем увеличения общего пассажиропотока с 13,3 млн человек по итогам 2023 года до 20,6 млн человек в 2028 году с дальнейшим ежегодным ростом чуть больше 3%. В итоге к концу прогнозного периода коэффициент пассажиропоток к населению ожидается на уровне 105%. Также нужно учесть, что мы увеличиваем население на 1,7% ежегодно. По доле рынка Группы по внутренним направлениям мы ожидаем увеличения с 67% до 77% во многом за счет FlyArystan, доля которой по нашим ожиданиям вырастет с 37% до 45%. Рост произойдет за счет увеличения парка воздушных судов с 16 до 34 единиц. В случае если конкуренты Группы на внутреннем рынке будут увеличивать свой парк самолетов быстрее наших ожиданий, то мы скорректируем потенциальную долю Группы в будущем. По международным направлениям мы ожидаем небольшое увеличение доли FlyArystan с 10% до 15%, тогда как по Air Astana доля поднимется с 33% до 34%. Увеличение парка воздушных судов с 47 до 80 единиц было основано на текущих объявленных планах Группы. Дальнейшее моделирование выручки основано на среднем доходе с одного пассажира по видам направлений. Средний доход с пассажира увеличивается вместе с инфляцией, но не в полной мере.

Операционные расходы. Операционные расходы Группы также были смоделированы отдельно для Air Astana и FlyArystan. Удельные расходы на один кресло-километр (CASK) были смоделированы на основе данных за 2023 год, и затем были частично увеличены вместе с инфляцией в прогнозном периоде. Отметим, что расходы на персонал растут вместе с его количеством на фоне увеличения самолетов и количества полетов. Предельный кресло-километр (ASK) был рассчитан с помощью количества вылетов, средней дистанции и количества кресел. В итоге мы ожидаем снижение коэффициента загрузки пассажиров Air Astana на 7 п.п. и снижение этого же

показателя на 2 п.п. для FlyArystan.

Арендные платежи и прочие особенности. Также отдельно были рассчитаны арендные платежи за самолеты без учета процентов. Так как это по сути является операционным денежным оттоком, который не учитывается в расчете EBITDA. Будущие арендные выплаты увеличиваются вместе с увеличением парка воздушных судов, а также подвергаются некоторому росту цен. Кроме того, одной особенностью модели оценки является вычитание из операционных расходов резервов по инженерно-техническому обслуживанию, которые не является денежным видом расходов. Тем не менее при расчете налога на прибыль мы учитываем эти резервы и обратно добавляем при расчете свободного денежного потока.

Итоговая DCF оценка. Мы применили WACC (средневзвешенная стоимость капитала) в размере 12%. Стоимость собственного капитала равняется 17,5%, и состоит из 12% безрисковой ставки равная 10-летней доходности гособлигаций Казахстана, 4,5% премии за риск инвестиции в акции и беты 1,21. Стоимость долга равна 11%, которая была рассчитана на основе фактической стоимости долга компании и конвертирована в тенговую стоимость через разность инфляции.

В итоге мы оценили одну акцию «Эйр Астана» в 1 600 тенге (\$14,1 за один ГДР) методом DCF на основе прогноза дисконтированных денежных потоков. Данный прогноз также учитывает \$120 млн полученных в рамках IPO для дальнейшего развития и роста компании.

Оценка стоимости «Эйр Астана»

Иллюстрация 4. Модель оценки акционерного капитала «Эйр Астана» методом DCF

Операционные показатели	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	ППП
Пассажиропоток в Казахстане, млн человек	11,0	13,3	14,9	16,4	17,9	19,3	20,6	21,6	26,1
Пассажиропоток Air Astana	4,1	4,4	4,6	5,2	5,7	6,2	6,7	7,1	8,5
Пассажиропоток FlyArystan	3,2	3,6	4,4	5,1	5,6	6,2	6,7	7,1	8,6
Парк самолетов Air Astana	26	27	31	36	39	41	45	46	46
Парк самолетов FlyArystan	11	14	18	23	26	29	32	34	34
ASK, млрд кресло-км									
Air Astana	11,4	12,5	13,1	14,8	16,2	17,5	19,0	20,1	24,3
FlyArystan	4,5	5,3	6,6	7,6	8,4	9,2	10,0	10,7	13,2
Модель выручки и операционных затрат, млрд KZT	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	ППП
Сегменты выручки									
Air Astana	332	373	365	425	485	543	605	660	923
FlyArystan	100	125	150	180	209	238	269	297	451
Выручка	431	498	515	606	693	781	874	957	1 373
<i>темпа роста, %</i>	<i>48%</i>	<i>12%</i>	<i>5%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>6%</i>
Денежные операционные расходы									
Air Astana	(247)	(289)	(312)	(358)	(401)	(441)	(486)	(524)	(724)
FlyArystan	(62)	(78)	(98)	(116)	(132)	(148)	(165)	(179)	(256)
Итого операционные расходы	(308)	(367)	(410)	(475)	(533)	(589)	(651)	(703)	(980)
Операционная аренда	(81)	(79)	(97)	(120)	(133)	(147)	(165)	(176)	(198)
Резервы на инженерно-техническое обслуживание	(37)	(39)	(43)	(50)	(56)	(62)	(69)	(75)	(105)
Модель прогнозного периода, млрд KZT	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	ППП
ЕБИТДА, без резервов на инж-техобслуживание	170	168	151	182	217	252	288	322	
ЕБИТДА	132	129	108	132	160	190	218	247	364
<i>ЕБИТДА маржа</i>	<i>28%</i>	<i>24%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>25%</i>
ЕБИТ	70	58	18	23	39	56	62	134	111
<i>Операционная маржа</i>	<i>15%</i>	<i>11%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>13%</i>	<i>8%</i>
(-) Налог на ЕБИТ			4	5	8	11	12	27	22
(=) NOPAT			14	19	31	44	49	107	89
(-) чистые реинвестиции (с учетом D&A)			(73)	(96)	(103)	(111)	(129)	(80)	(88)

CapEx	20	24	29	33	37	41	66
изм в WC	(3)	(11)	(10)	(9)	(10)	(8)	(7)
DD&A	90	109	121	134	157	113	148
Операционная аренда	(97)	(120)	(133)	(147)	(165)	(176)	(198)
Резервы на инженерно-техническое обслуживание	43	50	56	62	69	75	105
(=) FCFE	33	45	58	71	83	86	84
(x) фактор дисконтирования	0,94x	0,82x	0,72x	0,63x	0,56x	0,49x	
PV FCF	31	37	42	45	46	42	

Расчет WACC**Стоимость собственного капитала**

Безрисковая ставка	12,0%
Рыночная премия за акционерный капитал	4,5%
Рассчитанный коэф. бета	1,21
Итого стоимость собс. капитала	17,5%

Стоимость заемного капитала

Стоимость заемного капитала (до налогов)	10,8%
КПН	20,0%
Итого Стоимость заемного капитала	8,7%

Структура капитала

Собственный капитал	60%
Заемный капитал (D/(D + E))	40%
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	13,9%

Оценка капитала отдельно Air Astana, млрд KZT

(=) Стоимость в прогнозном периоде	460
(=) Стоимость в терминальном периоде	179
(=) EV	640
(+) Наличность и депозиты в банках	125
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	327
(+) Денежные средства от IPO	55
(=) Итоговая оценка Air Astana, млрд KZT	492
(=) Целевая цена одной акции Air Astana, KZT	1 600

расчеты Freedom Broker

Потенциальные риски для модели оценки

Неисполнение прогнозов по пассажиропотоку. Пассажиропоток воздушного транспорта в Казахстане растет стремительными темпами, а экспертами ожидается продолжение существенного роста. Однако, в случае неисполнения этих прогнозов, высока вероятность значительного снижения рыночной стоимости Группы, так как модель оценки имеет высокую чувствительность к прогнозному пассажиропотоку.

Технические проблемы с самолетами. Группа имеет высокую зависимость от самолетов типа Airbus A320/A321, что может вызвать приостановку деятельности в случае массового отзыва данного типа судна при определенных технических проблемах. Например, в июле 2023 года Pratt & Whitney заявил о наличии проблем с двигателями PW1100G, которые устанавливаются на Airbus A320neo. Это вынуждает авиакомпании намного раньше срока снять двигатели для проверки у Pratt & Whitney. Группа имеет 28 таких судов с двигателями PW1100G, и планирует снять 32 двигателя в 2024 году для проверки. Так как эти проверки будут происходить массово в короткий промежуток времени, есть некоторая вероятность, что это может приостановить деятельность Группы на куда более долгий срок относительно ожиданий.

Рост цен на топливо и его дефицит. Увеличение воздушного парка Группы повлечёт за собой рост спроса на авиационный керосин, производство которого может быть ограниченным на казахстанских НПЗ в угоду социального дизеля и бензина. Все это может вынудить Группу приобретать топливо на зарубежных рынках, что может повлиять на конечную себестоимость полетов. Также рост цен на сырую нефть может повлечь повышение стоимости топлива.

Проблемы с инфраструктурой. Так как «Эйр Астана» полагается на деятельность аэропортов, которые управляются другими лицами, рост пассажиропотока может быть ограничен проблемами в аэропортах. В случае, если аэропорты будут не готовы обслуживать большее количество пассажиров, рост Группы может быть ограничен. Также операционные задержки различных услуг в аэропортах могут повлиять на деятельность Группы. Кроме того, задержки по текущим проектам расширения пропускной способности в аэропортах Алматы и Астаны могут ограничить рост Группы.

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев