

Дата рекомендации	09.04.24
Тикер на KASE и AIX	AIRA
Цена размещения акция/ГДР	1 073,83 тг/ \$9,5
Последняя цена на AIX акция/ГДР	953 тг/ \$8,3
Целевая цена акция/ГДР	1 300 тг / \$ 11,6
Потенциал роста, %	36%

В середине февраля 2024 года национальный авиаперевозчик АО «Эйр Астана» («Компания», «Группа») провел размещение своих акций и глобальных депозитарных расписок («ГДР») на биржах в Казахстане (KASE и AIX) и Великобритании (LSE). 15 марта 2024 года, Компания опубликовала аудированную отчетность за 2023 год.

Мы проанализировали последние результаты деятельности, перспективы развития Компании и провели оценку стоимости АО «Эйр Астана». По нашей оценке справедливая стоимость бумаг Компании составляет 1 300 тенге за акцию / \$11,6 за ГДР. Целевая цена предполагает потенциал роста в 36% к последней цене закрытия, и 21% - к цене размещения. Рекомендация «Покупать».

Далее в отчете можно ознакомиться с кратким обзором прошедшего IPO, анализом последних финансовых результатов и допущениями, принятыми в модели оценки.

Итоги IPO

- Объем сделки IPO составил порядка \$370 млн (в случае полного исполнения опциона на дополнительное размещение), что соответствует оценке Группы в \$847 млн.
- Доли действующих акционеров - госфонда «Самрук-Казына» и BAE Systems - сократились с 51% до 41%, с 49% до 15,3%, соответственно.
- Вторым крупнейшим казахстанским акционером стал ЕНПФ – Нацбанк приобрел 6,5% акций Компании за счет пенсионных активов.
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) приобрел 5% акций Компании.
- Помимо продажи долей действующими акционерами, были выпущены дополнительные акции на сумму \$121 млн для финансирования стратегии развития Компании – расширение и обновление флота, строительство ангаров по техническому обслуживанию и приобретение второго авиасимулятора.

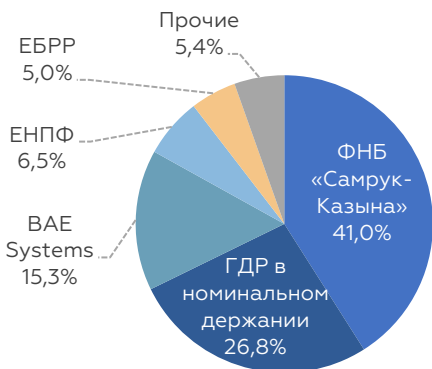
Несмотря на существенное снижение доли стратегического отраслевого акционера - британской оборонной компании BAE Systems – мы не рассматриваем данный фактор как отрицательный или влекущий дополнительные риски в связи со входом другого сильного акционера - ЕБРР, который намерен сотрудничать с Компанией в реализации одной из стратегических целей - сокращения выбросов углерода до нуля к 2050 году. Помимо этого, ЕБРР будет участвовать в создании устойчивого производства авиационного топлива в Центральной Азии.

Статистика по размещению на казахстанском рынке:

- На казахстанском рынке было размещено более половины предложения - 58%, на международном – 42%.
- На AIX объем заявок на ГДР составил \$112 млн, из которых удовлетворили заявки на сумму \$71,6 млн (64%), объем заявок на акции на этой же бирже составил 49,6 млрд тенге, из которых было аллоцировано 15,6 млрд тенге (31%).
- На KASE объем заявок на акции составил 120 млрд тенге, из которых удовлетворены 41% на сумму 49,2 млрд тенге.

Несмотря на повышенный спрос и переподписку, на сегодняшний день акции и расписки Компании торгуются ниже цены размещения. Мы смотрим на Компанию позитивно, и видим в этом возможность для выгодного входа/наращивания позиции – «Эйр Астана» имеет солидную финансовую и операционную историю, опыт успешного кризис-менеджмента и значительные возможности для роста, подкрепленные отраслевыми и социально-экономическими трендами и выгодным расположением.

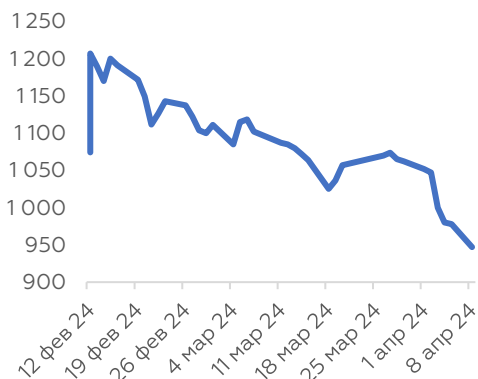
Состав акционеров после IPO



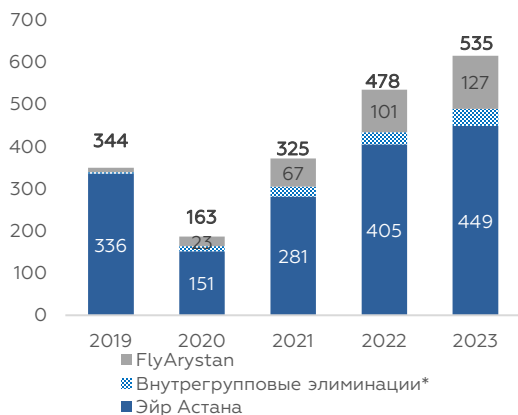
Финансовые показатели за 2023 год

ROC, %	17,8%
ROIC, %	19,9%
ROA, %	5,1%
ROE, %	37%
EBITDA маржа, %	25,3%
P/E	12,02
EV/ EBITDA	2,10
Чистый долг/EBITDA	1,58

Динамика котировок акций, тг



Динамика выручки по сегментам, млрд. тенге

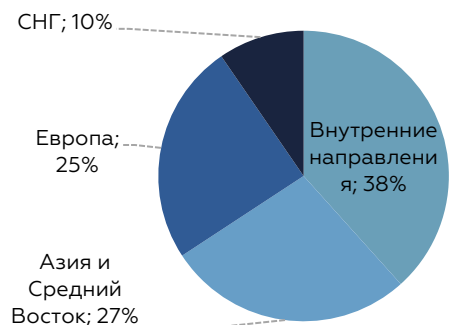


*Внутригрупповые элиминации включают межсегментную аренду

Динамика перевезенных пассажиров, млн пассажиров



Структура выручки по направлениям, млрд. тенге



Источник: АО «Эйр Астана»

Сохраняющийся рост выручки

В 2023 году Компания показала рост выручки на 12% по сравнению с 2022 годом до 535 млрд тенге. Основным драйвером роста выручки стало увеличение пассажиропотока до 8,09 млн пассажиров, что на 10% выше числа перевезенных пассажиров в 2022 году.

Основной объем перевезенных пассажиров (5,8 млн) приходится на внутренние маршруты, это соответствует 38% выручки Компании (204 млрд тенге). С начала запуска лоукостера Fly Arystan, Компании удалось значительно увеличить оборот и долю на рынке внутренних перевозок. Согласно данным Компании совместная доля обоих подразделений на внутреннем рынке выросла с 52% в 2018 г до 67% в 2023 г.

По международным маршрутам значительный рост в 23% до 146 млрд тенге за прошедший год показало направление «Азия и Средний Восток». Рост произошел за счет запуска новых маршрутов, увеличения количества и частоты рейсов, в том числе и в Китай, который продолжительное время ограничивал доступ иностранных перевозчиков.

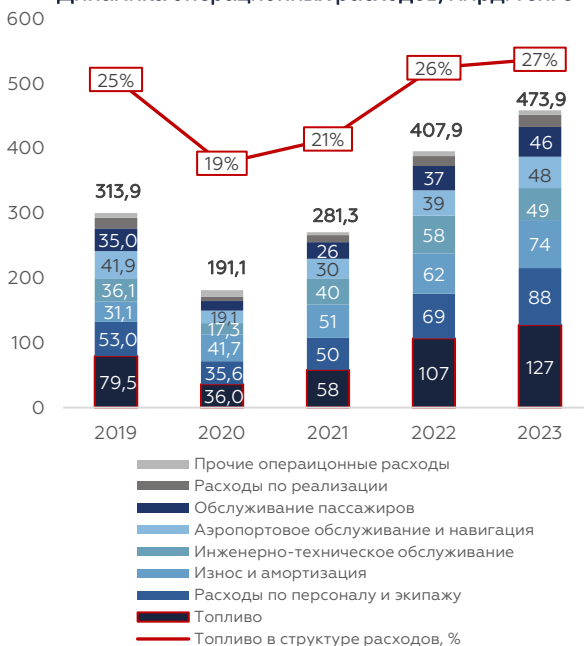
Выручка Компании по направлению «Европа» в течение 2023 года показала небольшой спад на 1% до 131 млрд. тенге. Вследствие войны между Россией и Украиной в 2022 году Компания остановила полеты и в через Россию в связи с введенными санкциями, а также на Украину по причине закрытия воздушного пространства. Это событие осложнило авиационный доступ в Европу и сократило сеть маршрутов Компании на 11%. С 2022 года Компании приходится выполнять рейсы в Европу в обход России и Черного моря – такое удлинение маршрутов негативно отразилось на их операционной эффективности для Компании.

Несмотря на геополитические конфликты и еще продолжающееся восстановление отрасли после COVID-19 Группе удалось оперативно компенсировать потерянные направления новыми и усилением уже существующих маршрутов, что привело к росту итоговой выручки в последние три года. Во многом, рост был обеспечен высоким спросом на туристические и деловые направления, такие как Турция, Греция, Великобритания, Индия, страны Азии и Кавказа.

Поддержку показателям выручки Группы оказывает увеличение коэффициента пассажирской загрузки рейсов, которое свидетельствует о более эффективном управлении провозными мощностями. Последние два года Компания сохраняла загрузку на уровне 83%, в то время как по данным IATA средний по отрасли коэффициент составлял 82,1% в 2023 и 81,4% в 2022 году. Коэффициент загрузки является важным операционным показателем, влияющим на рентабельность каждого полета поскольку отражает насколько фиксированные расходы, связанные с каждым рейсом распределены между перевезенными пассажирами.

Группа планирует обеспечивать дальнейший рост выручки за счёт стратегии, направленной на развитие внутренних и международных перевозок с целью увеличения объема перевозок и пассажиропотока. Такой стратегии способствует выгодное расположение Казахстана, открывающее доступ к мегарынкам Индии и Китая, недостаточная освоенность внутреннего и межрегионального рынка Центральной Азии и Кавказа, либерализация визового режима со всё большим количеством стран, возможность покрытия большего числа пассажиров за счет дифференцированного предложения бюджетного и полно сервисного обслуживания.

Динамика операционных расходов, млрд. тенге



Динамика расходов по персоналу и экипажу, млрд. тенге



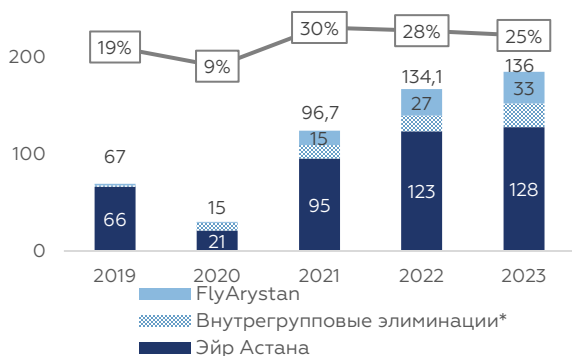
Опережающий рост операционных расходов

Поддержание низкого уровня расходов является ключевым фактором для достижения стратегических целей Компании. Деятельность «Эйр Астана», как и любого другого авиаперевозчика, относится к энергоемкой, поэтому большое внимание в оптимизации расходов уделяется тщательному контролю расходов на топливо. Высокая волатильность цен на авиатопливо напрямую влияет на операционные расходы. В 2021, 2022 и 2023 году расходы на топливо составили 21%, 26% и 27% от всех операционных расходов, соответственно. В 2023 году расходы на топливо в тенге выросли почти на 19% по сравнению с затратами 2022-го года, что, в основном, вызвано ростом числа перевозок и потребления топлива. Несмотря на снижение среднегодовых цен на нефть в течение 2023 года (~\$99 за барр. в 2022 г/\$82 барр. в 2023 г), доля затрат на топливо, все же, немного превысила показатель 2022 года. Скорее всего, это связано с тем, что прогнозируемые объемы по топливу Jet A-1, которое более подвержено колебанию цен на нефть, не были захеджированы на большую часть 2023 года по причине значительной волатильности и высоких цен годом ранее. В результате, в 2023 году Компания зафиксировала убыток по опционам хеджирования риска изменения цен на топливо в размере 1,1 млрд тенге против прибыли в 5,8 млрд на конец 2022 года. Риск колебания стоимости топлива в Компании также регулируется за счет механизма топливного сбора, который налагается на стоимость билетов для пассажиров (при отсутствии ограничений) – это, с одной стороны, дает Компании возможность компенсировать увеличение затрат на топливо, но, с другой - уменьшает доступность авиаперелетов. В конце 2023 года АО «Эйр Астана» оштрафовали за необоснованное применение топливного сбора, в результате чего Компания не сможет применять топливный сбор и повышать цены по внутренним маршрутам в течение 2024 года. Ожидаем, что в 2024 году такое ограничение окажет некоторое давление на экономику внутренних полетов и на общую выручку по внутренним маршрутам. Также, ожидается усиление конкуренции на внутреннем рынке в результате принятых властями послаблений для иностранных перевозчиков по программе пятой степени «свободы воздуха», что ограничит гибкость Компании в тарифообразовании.

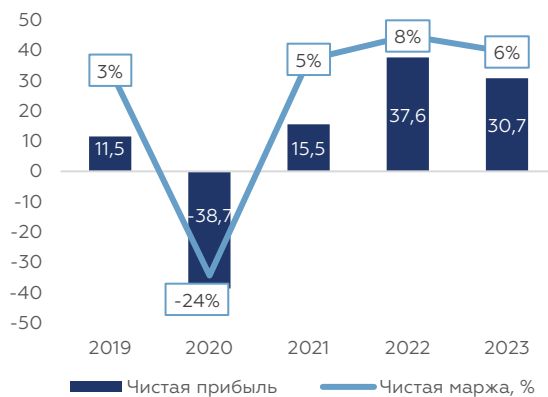
Следующая крупная статья затрат - это расходы на персонал и экипаж. В 2023-м году эта статья выросла на 28% по сравнению с показателем 2022 года в связи с тем, что ввод новых направлений и вызванное им увеличение пассажиропотока повышает потребность в персонале. Средняя численность сотрудников выросла на 466 человек, или 9%.

Нехватка квалифицированных кадров является одним из вызовов как для отрасли в целом, так и для Компании. Для решения этой проблемы «Эйр Астана» сама взялась за подготовку кадров. В приоритеты Компании входит увеличение ежегодного набора учащихся в программу подготовки пилотов Ab-initio для удовлетворения потребности в квалифицированных пилотах. Также, Группа увеличивает темпы набора в свою учебную академию для подготовки специалистов по инженерно-техническому обслуживанию, введен в эксплуатацию новый летный учебный центр. Эти проекты направлены на кадровое самообеспечение, увеличение эффективности сотрудников и сокращение соответствующих расходов.

Динамика EBITDAR, млрд. тенге



Динамика чистой прибыли, млрд. тенге



Рост амортизационных отчислений на 19% с 62 до 74 млрд тенге был вызван как ростом числа судов в эксплуатации в 2023 году, так и расширением общего флота Компании на 6 позиций до 49 самолетов на конец 2023 года. После отчетной даты, в январе 2024 года, Группа сообщила о прибытии 50-го воздушного судна.

Затраты на инженерно-техническое обслуживание показали нетипичное снижение на 15% с 58 до 49 млрд тенге, что вызвано положительным денежным потоком от полученной компенсации от поставщиков компонентов в размере 7,2 млрд тенге.

Другие крупные статьи затрат, по которым в 2023 году увеличились расходы вслед за расширением операционной деятельности и ростом пассажиропотока - это аэропортовое обслуживание и навигация (+23%), обслуживание пассажиров (+24%), расходы по реализации (+20%).

Таким образом совокупные операционные расходы Группы в 2023 году составили 473,9 млрд тенге – на 16% больше чем годом ранее. Динамика роста операционных расходов немного опередила темпы роста выручки, что оказало давление на рентабельность – операционная маржа в 2023 году снизилась до 11% с 15% годом ранее, маржа EBITDAR потеряла 300 б.п. и составила 25%, маржа чистой прибыли составила 6% против 8% в 2022-м году.

EBITDAR и Чистая прибыль – смешанная динамика

EBITDAR (EBITDA до вычета затрат на аренду и лизинг) «Эйр Астана» в тенге в 2023 году показала скромный рост в 2% до 136 млрд тенге.

Стоит отметить эффект высокой базы предыдущего 2022 года, вызванный положительным воздействием некоторых разовых событий на доходную часть. Такими событиями по итогам 2022 года признаны приток и транзит граждан из России в Казахстан в результате мобилизации, а также доход от хеджирования топлива. В общей сумме вклад этих событий на скорректированный показатель EBITDAR составил \$28,3 млн. По итогам 2022 года показатель EBITDAR показал впечатляющий рост в 39% по сравнению с 2021 годом и составил 134 млрд тенге.

Чистая прибыль в 2023 году вышла в отрицательную динамику, снизившись на 18% до 30,7 млрд тенге. Это также вызвано более динамичным ростом операционных расходов в сравнении с выручкой, и высокой сравнительной чистой прибылью 2022 года, включающей разовые события.

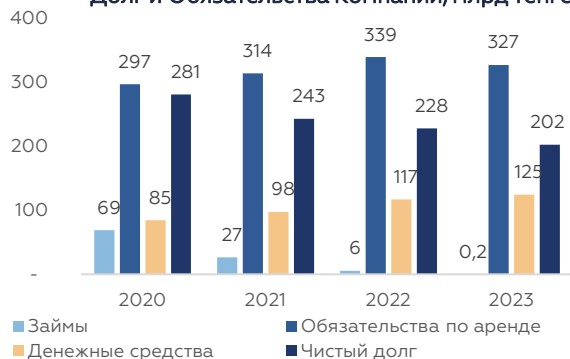
Для сопоставления результатов без учета чрезвычайных событий и прибыли, Компания также опубликовала нормализованные показатели выручки и прочих доходов в долларах США. По этим данным результаты года выглядят более позитивно – рост выручки +15,6%, операционная прибыль +12,9%, прибыль +21,5%.

Финансовое положение остается сильным

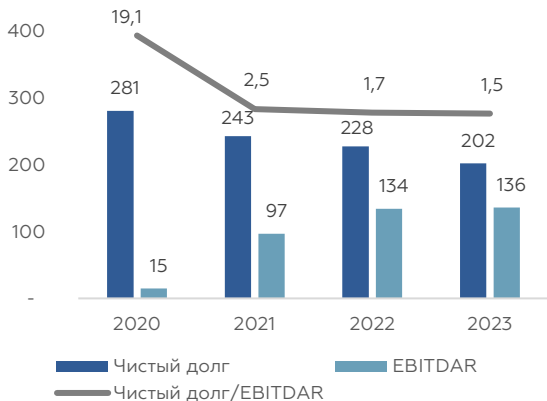
Денежная позиция Группы продолжила укрепляться. На конец года денежные средства и их эквиваленты увеличились на 7,6 млрд. тенге до 124,6 млрд тенге.

Банковские займы были полностью погашены во второй половине года. Таким образом, на конец 2023 года у Компании был нулевой баланс по долгосрочным займам, текущая часть представлена остатком в размере 0,2 млрд. тенге.

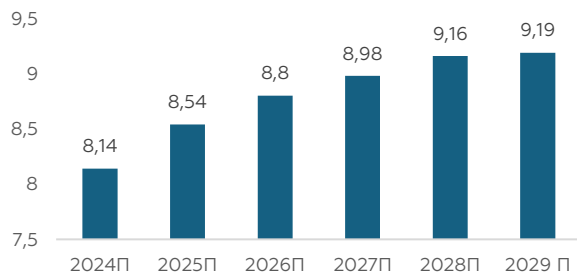
Долг и Обязательства Компании, млрд тенге



Чистый долг / EBITDAR



Прогноз пассажиропотока АО «Эйр Астана», млн



Источник: прогноз SkyBridge Invest

Структура заемных средств Компании преимущественно представлена обязательствами по аренде, которые на конец года снизились на 4% до 327 млрд. Обязательства по аренде представлены приведенной стоимостью платежей по договорам аренды. Компания имеет восемь самолетов (пять Airbus и три Boeing-767) по договорам аренды с фиксированной процентной ставкой с последующим переходом права собственности. Прочие договора аренды воздушных судов не предусматривают право обратной покупки в конце срока аренды.

Коэффициент Чистый долг/EBITDAR Компании показывает заметное снижение долговой нагрузки с кризисного 2020-го года, когда наблюдался значительный спад в доходности и возможности покрытия задолженности. На 31 декабря 2023 года показатель на уровне 1,5 свидетельствует о том, что Компании достаточно чуть более года чтобы за счет EBITDAR погасить весь свой чистый долг.

Дивиденды

Дивидендная политика Компании предполагает выплаты акционерам в размере до 30% от чистой прибыли.

За период с 2019 по 2021 год Компания не начисляла и не выплачивала дивиденды. Последние дивиденды были утверждены за 2022 год в размере 7,5 млрд тенге (\$16,8 млн), что соответствует 20% от чистой прибыли Компании, и полностью выплачены 26 мая 2023 года. Компания не объявляла дивиденды за 2023 год и сообщила о том, что не планирует выплаты в краткосрочной перспективе, но в среднесрочной перспективе их можно ожидать.

Объявление о выплате дивидендов, скорее всего, поддержало бы котировки бумаги Компании, тем не менее, мы считаем такое решение целесообразным – «Эйр Астана» относится к истории роста, чем к дивидендной инвестиции. Перед Группой стоят амбициозные планы для реализации которых, в том числе, и было проведено IPO. Компания сделала ставку на аккумуляцию прибыли - с учетом прибыли за 2023 год нераспределённая прибыль на балансе Компании на конец 2023 года составляет 87,6 млрд тенге (64,4 млрд тенге в 2022 году).

Оценка стоимости

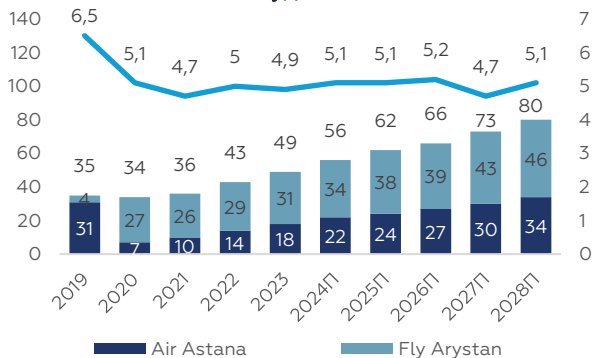
Дальнейшее развитие «Эйр Астана» обусловлено увеличением пассажиропотока за счет ввода новых и уплотнения существующих международных и внутренних направлений и наращиванием провозных емкостей для обслуживания этих маршрутов.

В частности, Fly Arystan будет более активно осваивать маршруты в радиусе 4,5 часов из баз в Актау, Шымкенте и Алматы, а «Эйр Астана» - в 7-ми часовом радиусе из Алматинского хаба.

В региональном разрезе ставка делается на дальнейшее освоение внутреннего рынка, укрепление лидерских позиций в близлежащем регионе Центральной Азии и Кавказа, и расширение сети на международном уровне, включая авиационные мегарынки Индии, Турции, Китая.

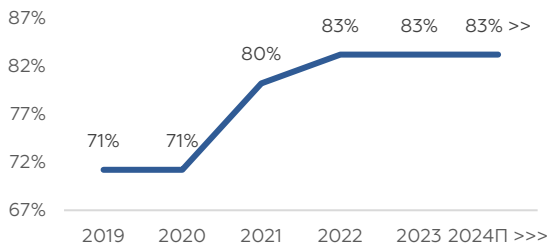
Согласно нашим допущениям, общий рост пассажиропотока Компании за период 2023 – конец 2029 года составит 13%.

Прогноз пополнения флота и средний возраст судов



Источник: данные АО «Эйр Астана»

Прогноз пополнения флота и средний возраст судов



Источник: данные АО «Эйр Астана», прогноз SkyBridge Invest

Помимо основной деятельности по обоим сегментам также ожидается рост дополнительных доходов.

- По лоукостеру Fly Arystan - увеличение доли выручки от дополнительных услуг на борту, которые традиционно являются более востребованными по длительным маршрутам бюджетных авиакомпаний.
- По «Эйр Астана» всё больший вклад будет вносить выручка от предоставления услуг инженерно-технического обслуживания третьим сторонам.

При прогнозировании выручки принималось во внимание следующее:

- Динамика роста выручки за последние 5 лет (+19% среднегодовой рост) без учета внушительного падения выручки в 2020 году во время пандемии.
- Сохранение роста выручки в 2023 году на 12,7% при чрезвычайно высоком показателе за 2022 год, сложившемся за счет экстремального увеличения пассажиропотока во время объявления мобилизации в России.
- Рост основных показателей расчета выручки в 2023 году: RASK (доходы на предельные пассажиро-километры), который составил 6,64 цента (+2,2%), RPK (фактическое перемещение одного пассажира на расстояние один километр, измеряется в пассажиро-километрах) составил 14,6 млрд (+11,5%).
- Фактический коэффициент загрузки (83%) на уровне 2023 года.

В соответствии с планами Компании по увеличению авиапарка Компании до 80 судов к концу 2028 года, среднегодовое увеличение авиапарка составляет 6 судов в год.

Таким образом, по нашим прогнозам, среднее значение выручки на период 2024-2029 гг. составит 643 млрд тенге в год.

Относительно расходов Компании, отмечается, что CASK (расходы на предельные пассажиро-километры), как основная составляющая расчета расходов Компании, превысил показатель за 2022 год на 6%, составив 5,9 центов. Таким образом, операционные расходы за 2023 год сложились выше на 16,2% расходов за 2022 год. С учетом этого, согласно нашей модели показатель CASK сложится, в среднем, на уровне 7 центов в год с постепенным увеличением до 7,74 центов к концу 2029 года. Тем не менее, в структуре затрат, в перспективе, мы ожидаем снижения доли расходов на топливо в связи с планируемыми использованием более топливэффективных судов, прямого закупа с НПЗ, обучения пилотов бережливому пользованию и эффективности инструментов хеджирования.

В капитальные затраты до 2028 года мы заложили строительство второго ангара в аэропорту Алматы для расширения возможностей внутреннего технического обслуживания расширенного парка воздушных судов Компании. Так, согласно нашей модели, капитальные затраты в среднем составят 115 млрд тенге в год, или 17% от общей прибыли Компании до конца 2029 года.

Относительно расходов компании на аренду воздушных судов заложен средний рост по этой статье 5%, за счет последовательного увеличения парка воздушных судов в среднем на 6 судов в год до конца 2028 года при среднегодовом росте статьи основных средств Компании на уровне 7%.

В расчет терминальной стоимости Компании мы заложили средний темп роста на уровне 5%. (Прогноз НБРК по среднему росту ВВП РК до 2025 года составляет 5,5% - 6,5%).

К свободным денежным потокам мы применили расчётную средневзвешенную стоимость капитала (WACC) на уровне 15%. В результате оценка Компании согласно нашей модели составила 463 млрд тенге. **При текущем количестве размещенных акций Компании (356 526 315) цена на акцию в горизонте 12 месяцев составляет 1 300 тенге, цена за расписку - \$11,6. Рекомендация «Покупать» с потенциалом 36%.**

Прогноз финансовых показателей, млрд. тенге

<i>млрд тенге</i>	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	558,5	600,1	637,6	675,3	688,6	701,4
Операционные расходы	- 481,8	- 495,9	-525,7	-557,3	-574,3	-588,7
Операционная прибыль	76,7	104,2	111,9	118,0	114,3	112,7
Прибыль до налогообложения	53,9	75,0	80,9	85,5	82,7	81,5
Прибыль за год	43,1	60,0	64,7	68,4	66,2	65,2
ЕБИТДАР	158,4	191,4	204,2	215,0	216,2	219,8
Капитальные затраты	-99,5	-119,7	-121,4	-126,2	-111,3	-116,0
Свободный денежный поток	45,3	49,4	59,1	63,6	80,2	79,8

Источник: Прогнозы SkyBridge Invest

Адрес:

Казахстан, 050060, г. Алматы,
ул. Абиш Кекилбайулы, 34
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

Электронная почта:

sales@sbinvest.kz

Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получают прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.