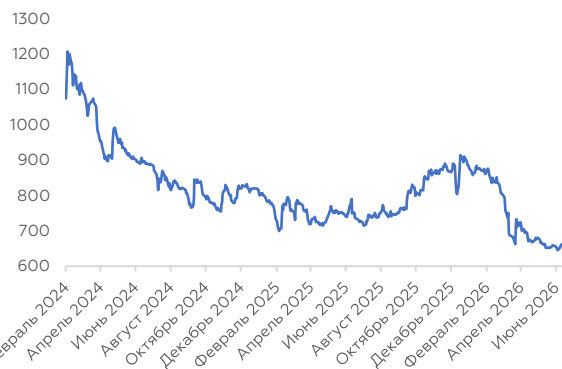


Дата рекомендации	23.06.2026
Тикер на KASE и AIX	AIRA
Последняя цена акции/ГДР	655 тг / \$5,40
Целевая цена акции/ГДР	846 тг / \$6,98
Потенциал роста	29%
Капитализация	232,5 млрд тг / \$476,01 млн
Акция в обращении	354,0 млн

**Финансовые показатели 1 кв. 2026 года, \$ млн**

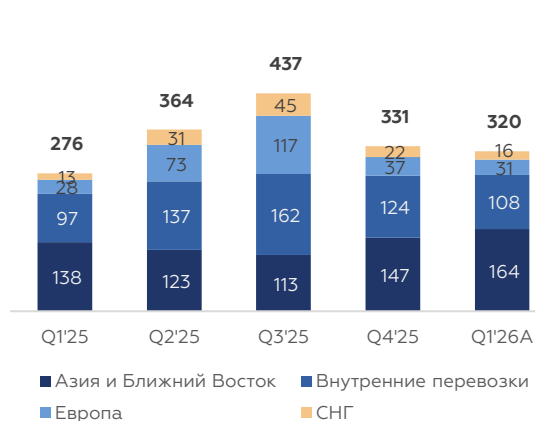
Выручка	331,0
Операционные расходы	344,9
Операционная прибыль (убыток)	-13,9
EBITDA	47,4
Чистая прибыль (убыток)	-21,1
P/E (LTM)	20,39
ROE, % (LTM)	6,45%
ROA, % (LTM)	1,12%
EBITDA маржа, %	14,32%
Маржа чистой прибыли (%)	-6,36%

**Динамика котировок акций, тенге**



Источник: KASE

**Динамика выручки по направлениям, \$ млн**



Источник: данные АО «Эйр Астана»

АО «Эйр Астана» («Компания», «Группа») завершило первый квартал 2026 года в условиях сохраняющихся операционных ограничений и высокой внешней неопределенности. При этом Группе удалось обеспечить двузначный рост выручки и повысить доходность перевозок, однако существенное увеличение удельных затрат и ограниченный рост провозных мощностей негативно сказались на рентабельности бизнеса и привели к росту чистого убытка по итогам квартала.

При анализе результатов Группы и оценке ее справедливой стоимости начиная с данного отчета мы используем модель оценки в долларах США. Доллар является функциональной валютой Группы и ключевой валютой формирования ее денежных потоков, что делает долларовую модель более релевантной для оценки бизнеса. В связи с этим анализ финансовых результатов представлен в долларах США, а итоговая справедливая стоимость приведена для ГДР в долларах США и для акций Компании в тенге. **С учетом актуализированных параметров модели мы снизили справедливую стоимость акций/ГДР AIRA с 1 096 тенге/\$8,7 до 846 тенге/\$6,98. При текущих котировках справедливая стоимость остается примерно на 29% выше рыночной цены, что обуславливает сохранение рекомендации «Покупать».**

**Финансовые результаты**

По итогам первого квартала 2026 года Группа увеличила выручку на 13,2% г/г до \$331,0 млн. Основным драйвером роста стало повышение доходности перевозок: доходы на ППКМ (предельный пассажиро-километр) выросли на 12,4%, до 7,01 цента США, при увеличении провозных мощностей всего на 0,7%, до 4,7 млрд ППКМ. Ключевой вклад в улучшение доходности внес март благодаря высокому спросу в период Рамадана и Наурыза, а также росту транзитного пассажиропотока. Рост транзитного трафика во многом был обусловлен изменениями маршрутной сети на фоне эскалации конфликта на Ближнем Востоке. Закрытие воздушного пространства Ирана привело к приостановке ряда маршрутов и потребовало перераспределения провозных мощностей. В ответ Компания перенаправила емкости на направления с более высоким спросом, прежде всего в Китай, Индию, Юго-Восточную Азию и Европу, что способствовало дальнейшему росту доходности перевозок и международного транзитного трафика.

Несмотря на рост выручки, Группа зафиксировала операционный убыток в размере \$13,9 млн против операционной прибыли \$6,5 млн годом ранее. EBITDA осталась положительной на уровне \$47,4 млн, однако снизилась на 19,8% г/г. Разница между положительной EBITDA и операционным убытком обусловлена существенным объемом амортизационных расходов, увеличившихся вследствие расширения флота. При этом маржа EBITDA сократилась до 14,3% с 20,2% годом ранее (-5,9 п.п.). Чистый убыток увеличился до \$21,1 млн против \$7,3 млн годом ранее, в результате чего чистая рентабельность составила -6,4% против -2,5% годом ранее. Основной причиной ухудшения финансовых результатов стал рост удельных операционных затрат на единицу провозной мощности (ППKM) на 19,8% до 7,30 цента США при практически неизменном объеме провозных мощностей, что оказало давление на рентабельность. Рост провозных мощностей сдерживался продолжающимися проблемами с двигателями Pratt & Whitney, которые ограничивали доступность части флота Airbus A320neo. Наиболее существенное влияние данные ограничения оказали на FlyArystan, тогда как рост провозных мощностей Эйр Астана частично компенсировал сокращение емкостей лоукостера. Дополнительным фактором роста затрат стали расходы на персонал и техническое обслуживание в рамках расширения парка.

В то же время влияние роста цен на нефть и авиационное топливо, вызванного эскалацией конфликта на Ближнем Востоке, было ограниченным благодаря хеджированию закупок топлива, высокой доле поставок с внутреннего рынка Казахстана и корректировке

**Динамика и структура расходов, \$ млн**



Результаты первого квартала во многом отражают тенденции, сформировавшиеся еще в 2025 году. По итогам прошлого года выручка и прочие доходы группы выросли на 11,1% до \$1,45 млрд благодаря увеличению пассажиропотока на 7,9% до 9,7 млн человек и росту провозных мощностей на 14%. Однако рост перевозок не привел к сопоставимому улучшению финансовых результатов: EBITDA осталась практически на уровне предыдущего года и составила \$317,9 млн, тогда как чистая прибыль сократилась на 72% до \$13,6 млн.

Ключевым фактором ухудшения рентабельности как в 2025 году, так и в первом квартале 2026 года оставались проблемы с двигателями Pratt & Whitney. По оценке менеджмента, негативное влияние данного фактора на показатель EBITDAR в 2025 году составило около \$42 млн. Сохраняются ограничения в эксплуатации флота продолжая оказывать существенное давление на финансовые результаты Группы и остаются одним из основных факторов, сдерживающих восстановление рентабельности бизнеса.

**Финансовое положение**

По состоянию на конец первого квартала 2026 года совокупный долг Группы оставался стабильным и составил \$1,03 млрд против \$1,05 млрд на конец 2025 года. При этом чистый долг вырос до \$590 млн вследствие сокращения денежных средств до \$442 млн, а показатель чистый долг/EBITDA (LTM) увеличился с 1,82x до 1,93x. Долговая нагрузка остается умеренной.

**Важные корпоративные события**

Изменения в руководстве

После 20 лет руководства компанией Питер Фостер покинул пост генерального директора, сохранив участие в работе Группы в качестве старшего советника совета директоров. Его преемником стал бывший финансовый директор Ибрахим Жанлыел, работающий в компании с 2017 года. Одновременно были назначены новые руководители финансового блока и FlyArystan, обладающие значительным международным опытом работы в авиационной отрасли. На наш взгляд, сочетание преемственности в руководстве и привлечения менеджеров с международной экспертизой является позитивным фактором для Группы, хотя смена руководства традиционно сопровождается повышенными рисками исполнения стратегии в переходный период.

Изменения в структуре акционеров

В марте 2026 года BAE Systems полностью вышла из капитала Группы, продав оставшийся пакет в размере 6,9% акций. Тем самым завершился более чем двадцатилетний период участия BAE Systems в капитале Группы, соучредителем которой компания являлась с 2001 года. Сокращение доли происходило поэтапно: в ходе IPO в 2024 году BAE Systems снизила участие с 49% до 16,95%, в декабре 2025 года реализовала еще 10,1% акций, а в марте 2026 года полностью вышла из капитала. По заявлению BAE Systems, сделка отражает концентрацию на профильном оборонном бизнесе.

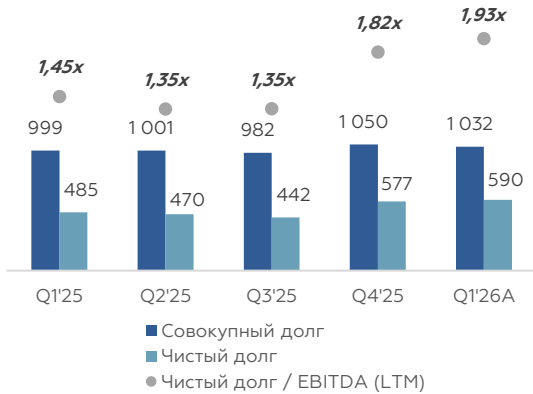
После завершения сделки крупнейшим акционером Группы остается АО «Самрук-Казына» с долей 41%, доля АО «ЕНПФ» составляет 6,5%, а доля акций, находящихся у прочих акционеров, увеличилась до 52,5% акционерного капитала.

Дивиденды

По итогам 2025 года Группа утвердила дивиденды в размере 3,5 млрд тенге, или 9,92 тенге на акцию (39,68 тенге на одну ГДР), что соответствует коэффициенту выплат 50% от чистой прибыли и параметрам обновленной дивидендной политики, принятой в марте 2025 года. Дата отсечки была установлена на 24 июня 2026 года, начало выплат — на 25 июня 2026 года.

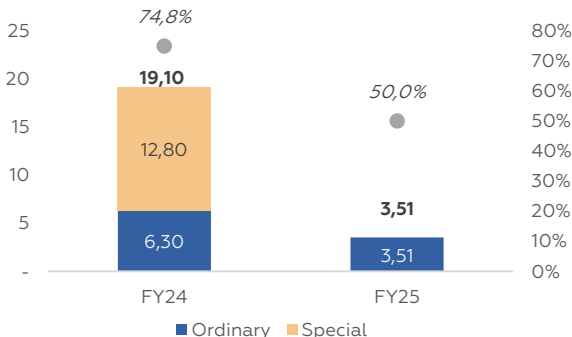
Для сравнения, по итогам 2024 года компания выплатила 19,1 млрд тенге, или 53,7 тенге на акцию, включая специальный дивиденд, что соответствовало 75% чистой прибыли. Снижение выплат по итогам 2025 года обусловлено как сокращением чистой прибыли в 2025 году, так и отсутствием специального дивиденда.

**Динамика долга, \$ млн**



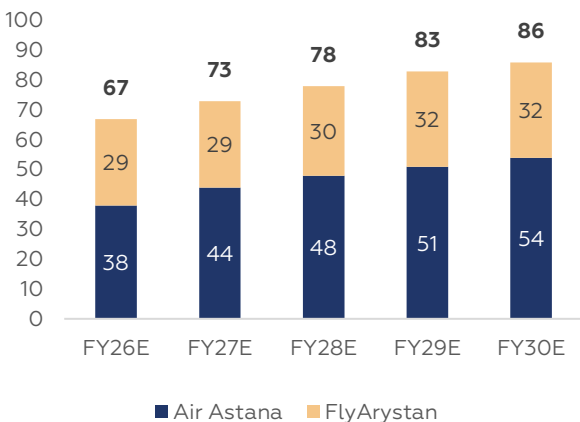
Источник: данные «Эйр Астана», расчёты «SkyBridge Invest»

**Дивидендная история, млрд тенге**



Источник: данные АО «Эйр Астана»

**План расширения флота Группы (кол-во судов на конец периода)**



Мы ожидаем сохранения коэффициента выплат на уровне, близком к целевым 50% от чистой прибыли. Реализация программы расширения флота снижает вероятность повторения крупных специальных дивидендов, подобных выплате по итогам 2024 года. При дивидендной доходности около 1,5% инвестиционная привлекательность Группы по-прежнему определяется не дивидендами, а способностью компании реализовать долгосрочную стратегию роста.

**Оценка стоимости**

В рамках аналитического покрытия Группы мы приняли решение перейти от модели оценки в тенге к модели в долларах США и использовать данный подход в дальнейшем. Данное изменение обусловлено тем, что доллар США является функциональной валютой Группы и наиболее корректно отражает экономику ее бизнеса. Существенная часть выручки, капитальных затрат, лизинговых обязательств и операционных расходов Группы номинирована или привязана к доллару США, тогда как волатильность курса тенге может приводить к дополнительным искажениям при оценке стоимости.

После публикации финансовых результатов за 2025 год и первый квартал 2026 года мы пересмотрели ключевые предпосылки DCF-модели, что привело к снижению оценки справедливой стоимости компании. Более медленное восстановление доступности флота потребовало снижения прогнозов ППКМ на 2026–2027 гг. и повышения прогнозов удельных расходов на ППКМ. Кроме того, в модель заложен более консервативный прогноз расходов на авиатопливо в краткосрочном периоде. В совокупности данные изменения привели к ухудшению прогнозов свободного денежного потока на горизонте 2026–2028 гг. Дополнительным фактором снижения оценки стало увеличение чистого долга, сократившее стоимость собственного капитала.

По мере роста провозных мощностей ожидается постепенное снижение расходов на ППКМ за счет распределения фиксированных затрат на больший объем перевозок. Вместе с тем данный эффект будет реализовываться постепенно, что ограничивает его влияние на текущую оценку.

В то же время долгосрочный потенциал роста Группы сохраняется благодаря расширению присутствия на рынках Китая, Индии и Центральной Азии, а также дальнейшему развитию транзитных перевозок через Казахстан. Реализации данных возможностей будет способствовать планомерное расширение флота с 67 воздушных судов в настоящее время до 86 к 2030 году, что позволит нарастить провозные мощности и поддерживать дальнейший рост бизнеса.

**По итогам обновления модели мы снизили оценку справедливой стоимости до 846 тенге на одну обыкновенную акцию, или \$6,98 за ГДР. Несмотря на снижение оценки, текущие котировки, находящиеся на исторических минимумах, остаются примерно на 29% ниже справедливой стоимости, что соответствует рекомендации «Покупать».**

**Прогнозные показатели**

\$ млн	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
<b>Revenue</b>	1 716	1 892	1 995	2 098	2 155
<i>Growth %</i>	18,0%	10,2%	5,4%	5,2%	2,7%
<b>EBITDA</b>	347	381	405	437	452
<i>EBITDA margin %</i>	20,2%	20,1%	20,3%	20,8%	21,0%
<b>EBIT</b>	70	75	83	101	107
<i>EBIT margin %</i>	4,1%	4,0%	4,2%	4,8%	5,0%
<b>Net income</b>	4	8	15	31	38
<i>Net margin %</i>	0,3%	0,4%	0,8%	1,5%	1,7%

Источник: прогноз 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.