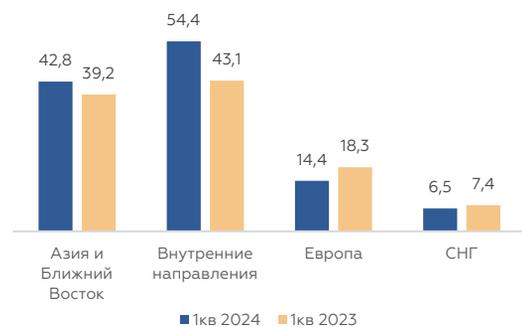


Дата рекомендации	05.06.24
Тикер на KASE и AIX	AIRA
Последняя цена акция/ГДР	910 тг/ \$8,14
Целевая цена акция/ГДР	1 300 тг / \$ 11,6
Потенциал роста, %	42,9%

Финансовые показатели за 1 квартал 2024 года

ROC, %	17,8%
ROIC, %	19,9%
ROA, %	5,1%
ROE, %	37%
EBITDA маржа, %	19,1%
P/E	12,02
EV/ EBITDA	2,08
Чистый долг/EBITDAR	1,2

Разбивка выручки по географиям, млрд тенге



Источник: данные АО «Эйр Астана»

Динамика котировок акций, тг



15 мая АО «Эйр Астана» («Компания», «Группа») опубликовало неаудированную промежуточную финансовую информацию за три месяца, закончившихся 31 марта 2024 года. Хотя отчет продемонстрировал рост выручки, Группа зафиксировала квартальные убытки. Мы рассматривали эти результаты в контексте особенностей авиационной отрасли, которой свойственна сезонность бизнеса с более низким спросом в первом квартале. Также учли, что в расходы первого квартала 2024 года были включены разовые затраты, связанные с проведением IPO, что оказало существенное давление на финансовые результаты. Таким образом, проанализировав вышедшие финансовые и операционные данные, комментарии менеджмента Компании во время звонка для аналитиков, мы оставляем целевую цену на ранее установленном уровне 1 300 тенге за акцию/\$11,7 за ГДР. Целевая цена предполагает потенциал роста в 43% к последней цене закрытия торгов на KASE. Рекомендация «Покупать».

Рост выручки

Общая выручка Группы в первом квартале 2024 увеличилась до 119 млрд тенге, что на 9,6% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Большую роль в этом росте сыграл бюджетный авиаперевозчик FlyArystan, чьи доходы выросли на 40,4% до 28,4 млрд тенге благодаря внутренним маршрутам, доходы от которых увеличились на 51,8%. Такие результаты свидетельствуют о следовании FlyArystan своей стратегии увеличения доли на растущем внутреннем рынке. В то же время, доходы «Эйр Астана» выросли на 2,2% до 90 млрд тенге, при этом наибольший рост показали направления «Азия и Ближний Восток» и «Внутренние направления».

Рост основных статей расходов и отрицательная рентабельность

Однако более значительный рост операционных расходов на 17% до 120 млрд тенге не позволил Компании показать прибыль в первом квартале 2024 года, полностью нивелировав позитивный эффект от увеличения выручки. Наиболее значительный рост был отмечен в расходах на топливо, которые подскочили на 17% до почти 31 млрд тенге за первые три месяца 2024 года, что отражает увеличение провозных емкостей и рост закупочных цен на внутреннем рынке по сравнению с тем же периодом 2023 года. При этом, доля затрат на топливо в общих операционных расходах осталась стабильной – 25,7% в 1 квартале 2024, 25,6% в 1 квартале 2023. Расходы по персоналу и экипажу также показали существенный рост на 22,5% за отчетный период, их доля в структуре затрат тоже выросла - с 18,5% до 19,4%. В основном такая динамика связана с более низкой базой зарплат в 1-м квартале 2023 года с последующим повышением заработных плат пилотов до уровня международных ставок. Стоит отметить рост расходов на консультационные, юридические и профессиональные услуги с 542 млн тенге в 1 квартале в 2023 году до 1,88 млрд в 1 квартале 2024 года, часть из которых пришлось на консультационные расходы, связанные с IPO АО «Эйр Астана» в феврале 2024-го года.

Таким образом, в результате роста расходов компания зафиксировала операционный убыток в размере 1 млрд тенге в 1 квартале 2024 года по сравнению с операционной прибылью в размере почти 6 млрд тенге в 1 квартале 2023 года. Чистый убыток составил 5,5 млрд тенге в 1 квартале 2024 года по сравнению с чистой прибылью в 423 млн тенге в 1 квартале 2023 года.

Операционные показатели

	1кв 2024	1кв 2023
Пассажиры (млн.)	1,9	1,6
Воздушные суда	50	43
Коэффициент загрузки (%)	81,22%	82,4%
Показатель ASK (ППКМ) (млрд.)	4,1	3,6
Показатель RPK (ППКМ) (млрд.)	3,4	3,0
Своевременность выполнения рейсов	71,5%	72,5%

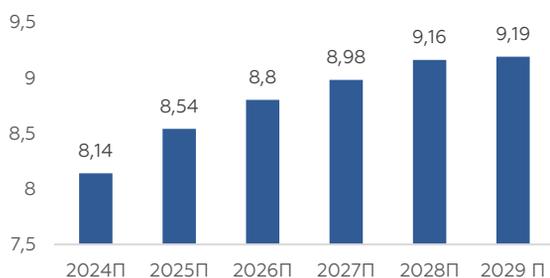
Источник: данные АО «Эйр Астана»

Прогноз пополнения флота и средний возраст судов



Источник: данные АО «Эйр Астана»

Прогноз пассажиропотока АО «Эйр Астана», млн



Источник: прогноз SkyBridge Invest

Подводя итоги, стоит отметить, что первый квартал не является самым показательным в течении года для Компании, и авиаперевозчиков, в целом, в силу сезонного снижения спроса. Помимо этого, давление на показатели Компании в 1 квартале оказало понижение пассажирской активности в месяц Рамадан, большая часть которого пришлась на март. Также, учитываем то, что в расходы первого квартала включены единовременные расходы по проведению IPO в размере 6,3 млн. долл. США.

Финансовое положение после IPO

Важным событием первого квартала 2024 года стало проведенное в феврале IPO, которое укрепило финансовое положение компании. В результате привлеченных на IPO средств (120 миллионов долларов США), денежная позиция на балансе увеличилась на 32,5% по сравнению с концом 2023 года и составила 165 млрд тенге. Этот приток капитала позволил Группе снизить коэффициент финансового рычага Чистый долг/EBITDAR до 1,2x с 1,6x за аналогичный период прошлого года.

Расширение флота и решение проблемы с двигателями

Планы Группы по увеличению пропускной способности тесно связаны с расширением и модернизацией парка самолетов. В первом квартале 2024 года Группе был поставлен один самолет A321neo, и еще один – после отчетного периода, в апреле. Таким образом, на сегодняшний день флот Компании состоит из 51 самолета. По планам до конца 2024 года их число вырастет до 56 единиц.

Ранее Группа столкнулась с проблемами, которые могли вызвать простои судов и невозможность их максимальной эксплуатации из-за отзыва двигателей. Эту проблему особенно важно было решить перед пиковым летним сезоном для максимизации прибыли в период высокого спроса. В конце марта Компания сообщила о достижении выгодного соглашения с производителем двигателей Pratt & Whitney, включающего выплату значительной компенсации и долгосрочные контракты на техническое обслуживание. В рамках смягчения последствий отзыва двигателей, Компания также пополнила парк двигателей – теперь в собственности Компании шесть запасных двигателей и еще два арендованных. Таким образом, мы ожидаем снижения операционного риска, связанного с этим инцидентом.

Оценка стоимости

Наша оценка основана на анализе исторических данных Компании, а также на прогнозах в связи с возможностями для роста на внутреннем рынке, в регионе Центральной Азии и Кавказа, а также расширением на международных рынках.

По нашему прогнозу средний рост международных перевозок будет чуть выше внутренних перевозок на фоне более высокой конкуренции на внутреннем рынке авиаперевозок. Совокупный среднегодовой темп роста (CAGR) международных перевозок до конца прогнозного периода составит 8%, внутренних рейсов 7%. Мы оставляем на прежнем уровне наш прогноз по среднему росту пассажиропотока Компании (+13%) до конца прогнозного периода, основываясь на перспективах роста населения и степени освоения целевых рынков. В дальнейшем, мы допускаем возможность пересмотра показателя пассажиропотока по мере запуска и выхода на полную мощность нового терминала аэропорта Алматы. Ввод терминала с начала лета 2024 года практически удвоит пропускную способность основного хаба Компании (до 14 млн пассажиров в год).

Прогноз расходной и доходной статей, млрд тенге



Млрд, тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	561,3	603,1	640,8	678,7	692,1	704,9
Себестоимость услуг	(481,8)	(495,9)	(525,7)	(557,3)	(574,3)	(588,7)
Расходы на топливо	(83,7)	(86,3)	(93,8)	(102,6)	(105,2)	(107,8)
Расходы на реализацию	(19,7)	(19,9)	(20,9)	(22,0)	(22,7)	(23,3)
Опер. расходы	(481,8)	(495,9)	(525,7)	(557,3)	(574,3)	(588,7)
Опер. прибыль	79,5	107,2	115,1	121,4	117,7	116,2
Рентабельность	14%	18%	18%	18%	17%	16%
EBITDAR	161,2	194,4	207,4	218,4	219,6	223,3
Рентабельность	29%	32%	32%	32%	32%	32%
Амортизация	80,6	86,0	91,0	95,7	100,5	105,6
Финансовые доходы	3,8	5,2	5,6	5,9	5,8	5,7
Финансовые расходы	(20,9)	(28,9)	(31,1)	(32,9)	(31,9)	(31,4)
EBT	56,0	77,2	83,3	88,1	85,3	84,1
Рентабельность	10%	13%	13%	13%	12%	12%
Налог на прибыль	15,9	21,4	23,0	24,3	23,5	23,2
Чистая прибыль	44,8	61,8	66,7	70,5	68,3	67,3
Рентабельность	8%	10%	10%	10%	10%	10%
Капитальные затраты	(101,8)	(119,8)	(121,6)	(126,4)	(111,4)	(116,1)
Чистый Денежный Поток	45,3	51,6	61,5	66,2	82,9	82,6

В итоге мы ожидаем увеличение выручки Компании в ближайшие пять лет до 700 млрд тенге в результате следования принятой стратегии, направленной на охват неиспользованных возможностей целевых рынков и повышение эффективности деятельности.

Помимо основных статей выручки мы также прогнозируем постепенное увеличение прочих доходов от предоставления услуг по техническому обслуживанию сторонним компаниям на фоне развития собственной инженерно-технической инфраструктуры. Так, доход от предоставления данных услуг по нашим прогнозам составит более 1 млрд тенге в год до конца прогнозного периода с последовательным ростом более, чем среднегодовая прогнозная инфляция в стране.

Относительно расходной части, мы ожидаем, что рост затрат на топливо будет постепенно снижаться. Наш анализ основывается на последних прогнозах НБРК по цене на нефть марки Brent, которая по базовому сценарию установлена на уровне 80 долл. США за баррель в 2024-2025 годах, с дальнейшим снижением до 77 долл. США за баррель в 2026 году. Также оптимизации расходов по авиатопливу будет способствовать замещение парка судов более топливо экономичными моделями. В результате среднегодовой прирост расходов на топливо составит 4%, что ниже долгосрочной базы по инфляции в 5%. При этом с ростом парка судов, мы закладываем среднегодовой рост расходов по содержанию персонала и экипажа Компании на уровне 96 млрд тенге в год со среднегодовым ростом в 5%. В итоге среднегодовая статья расходов сложится на уровне 537 млрд тенге со среднегодовым ростом в 4%.

Согласно нашим прогнозам средний рост EBITDAR составит в среднем 7%, чистая маржа в среднесрочной перспективе составит 10% в течение пяти прогнозных лет.

В результате проведенного анализа мы подтверждаем предыдущую оценку справедливой стоимости Группы в ожидании результатов следующих кварталов. Таким образом, целевая цена за акцию – 1300 тенге, соответствующая цена за расписку - \$11,7 в горизонте 12 месяцев. Рекомендация «Покупать».

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.