

ҰСЫНЫМ

Hold**«Эйр Астана» АҚ (AIRA)**Өсу әлеуеті: **13%**Нысаналы бағасы: **780 теңге**Ағымдағы бағасы: **688 теңге**

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

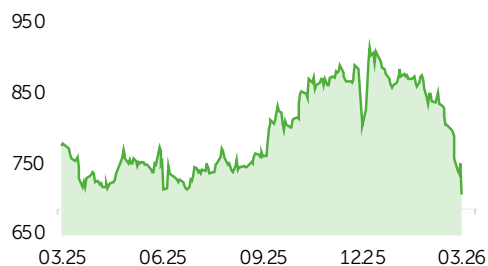
DCF

Қазақстан | Өуе тасымалы**Эйр Астана: 2025 жылғы 4-тоқсанның қорытындысы**

Түсім, '25 (млрд KZT)	758
EBIT, '25 (млрд KZT)	46
Таза пайда, '25 (млрд KZT)	7,1
Таза қарыз, '25 (млрд KZT)	292

P/E, '25 (x)	34,5x
EV/EBITDAR, '25 (x)	3,2x
ROA (%)	0,7%
ROE (%)	3,3%
EBITDAR маржа (%):	22%
Таза пайда маржасы (%):	1%

Нарықтағы құны (млрд KZT)	244
Шығарылған акция саны (млн дана)	355
Еркін айналыс (%)	49%
52-апта мин/макс (KZT)	681-937
Ағымдағы бағасы (KZT)	688
Нысаналы бағасы (KZT)	780
Өсу әлеуеті (%)	13%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар серпіні | биржа/тикер KASE/AIRA

Кірістілік (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	-12%	-7%	-9%
vs KASE	-24%	-18%	-48%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@affin.kz

«Эйр Астана» АҚ төртінші тоқсан мен толық 2025 жылдың қаржылық нәтижелерін жариялады. Есепті теріс деп бағалаймыз: операциялық шығыстардың өсу қарқыны кіріс серпінінен едәуір асып түсті, бұл тоқсандағы операциялық және таза шығынға әкелді. Негізгі қысым сындарлы ақауларға байланысты Pratt & Whitney қозғалтқыштарын жоспардан тыс шешу болды, бұл ең жоғарғы кезеңде 13 ұшақтың тоқтап қалуына және бір жылда \$42,3 млн көлемінде EBITDAR жоғалтуына әкелді. Сонымен бірге, төртінші тоқсанда бір жылда алғаш рет ШЖКМ-ге шаққандағы кіріс өсімді көрсетті, ал инженерлік-техникалық қызмет көрсетуге жұмсалатын шығыстар қалыпқа келтіріле бастады. Бағалау моделінде біз мұнайдың жоғары бағасы аясында отынға күтілетін шығыстарды ұлғайттық, сондай-ақ жаңа конструктивті ақауларды ескере отырып, қозғалтқыштарға байланысты проблемалардың кейінгі теріс әсерін күтеміз. Сондай-ақ, біз елдегі жалпы болжамды жолаушылар ағынын және WACC мөлшерлемесін төмендеттік. Бір акцияның жаңартылған мақсатты бағасы - 13% өсім әлеуетімен 780 теңге. «Ұстауға» кеңес беріледі.

Бағалау үшін негізгі факторлар. Басты қайып - Pratt & Whitney қозғалтқыштары проблемаларының әсері және шығын базасының озық өсуі. 2025 жылы компания ұнтақ металдың ластануына байланысты бұрын анықталған проблемалардан басқа сындарлы ақауларға байланысты 22 ЖТҚШ орындады. Осындай қозғалтқыштарды пайдаланатын басқа авиакомпаниялардың болжамдарын талдау 2027 жылдың соңына қарай ұшақтар паркінің толық қайтарылуын көрсетеді. Ұшақтардың тұрып қалуы қолжетімді тасымалдау сыйымдылықтарын қысқартып, ЖТҚМ шығындарының өсуіне әкелді (төртінші тоқсанда 7,23 центке дейін ж/ж + 17,3%). Бұдан басқа, паркті кеңейту бір жыл ішінде 57 ұшақтан 62 ұшаққа дейін тозу мен амортизацияны (ж/ж + 37%) және қызметкерлердің шығындарын (ж/ж + 30%) ұлғайтты. Жөндеуді қажет ететін қозғалтқыштардың жинақталған көлемі 2028 жылдың соңына дейін сақталып, бұл тасымал сыйымдылықтарын шектеуді жалғастырады. Дегенмен, 2026 жылдың бірінші жартысында бүкіл 2025 жылмен салыстырғанда қозғалтқыштарды жөндеуге жөнелту көлемі жоспарланған, ал компания 4 қосымша қозғалтқышты резервке қойды. Басты оң фактор - ЖТҚМ-ге шаққандағы табыстың өсуі. Жекелеген төртінші тоқсанда ЖТҚМ-ге шаққандағы табыстың өсуі жылына 9,8% -ды құрап, 7,18 центке жетті. Өткен тоқсандарда бұл көрсеткіш төмендеді, бірақ жоғары маржиналды халықаралық бағыттағы

тарифтер мен фокусты түзетудің арқасында өсу мүмкін болды. Мәселен, халықаралық ЖТКМ төртінші тоқсанда 11,2%-ға өсіп, ішкі ЖТКМ 1,4%-ға төмендеді.

Түсім: ұшақтардың тұрып қалуына қарамастан өсім жалғасуда.

Тоқсандық кіріс 186,5 млрд теңгені құрады (ж/ж + 19%). Негізгі өсімді жолаушылар тасымалынан түсетін кірістер қамтамасыз етті (ж/ж + 18%). Брендтер бөлінісінде жағдай әр түрлі. Air Astana тоқсанда мықты нәтижелерді көрсетті: жолаушылар кірісі ж/ж 24%-ға өсіп, 132,9 млрд теңгеге жетті, оған халықаралық желінің кеңеюі мен сыйымдылықтардың жоғары табысты халықаралық маршруттардың пайдасына бөлінуі ықпал етті. FlyArystan-да керісінше, жолаушылар тасымалынан түсетін кіріс жылына 2%-ға (35,4 млрд теңге) төмендеді. Бағыттар бойынша негізгі драйвер «Азия және Орта Шығыс» өңірі болды (76,7 млрд теңгеге дейін ж/ж + 32%), ішкі бағыттар ж/ж 11% -ға, ТМД ж/ж - 12% өсті, ал еуропалық бағыттардан түсетін кірістер шамалы түрде ж/ж 4%-ға төмендеді. Компания сондай-ақ 12,6 млрд теңге көлемінде кері жалдау арқылы сату операцияларынан түскен пайданы көрсетті. 2025 жылдың қорытындысы бойынша жалпы кіріс 758,3 млрд теңгеге жетті (ж/ж + 23%), бұл ретте Air Astana жолаушылар тасымалынан түсетін кіріс ж/ж 27% -ға, ал FlyArystan - ж/ж 12%-ға өсті. Жылдық жолаушылар ағыны ж/ж 8%-ға артып, 9,7 млн адамға жетті, ЖТКМ халықаралық бағыттардың арқасында 14%-ға өсті.

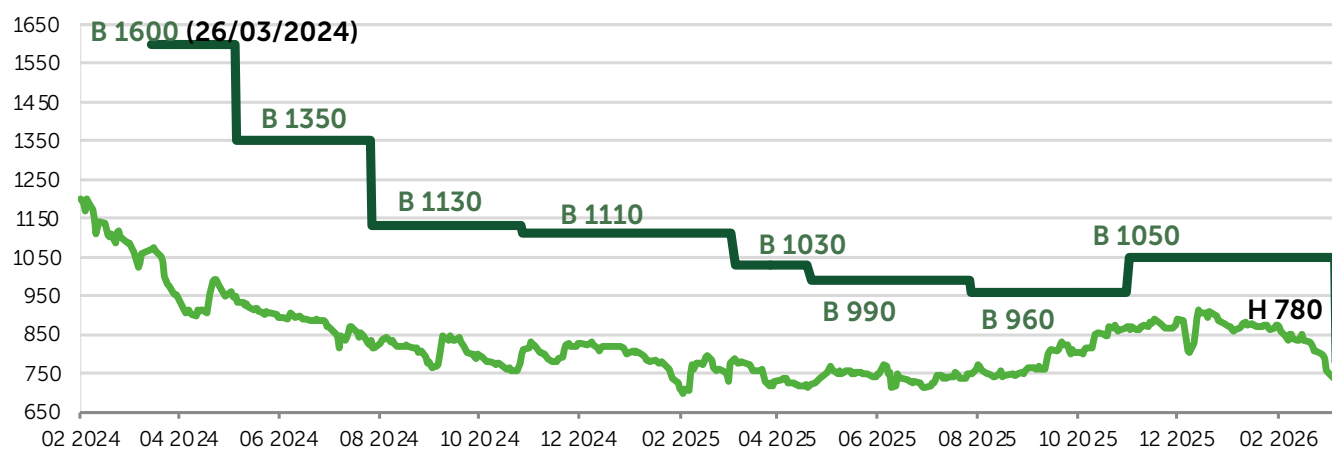
Маржиналдық: шығыстардың қысымы аясындағы залал. Төртінші тоқсанда операциялық шығыстар 187,8 млрд теңгені (ж/ж + 29%) құрап, түсім динамикасын айтарлықтай басып озды. Өсудің ең маңызды баптары: тозу және амортизация (ж/ж + 37%), персонал (ж/ж + 30%), жолаушыларға қызмет көрсету (ж/ж + 26%) және сату бойынша шығыстар (ж/ж + 22%). Бұл ретте инженерлік-техникалық қызмет көрсетуге арналған шығыстар үшінші тоқсанға қатысты (ж/ж + 79%) баяулап, тек 16%-ға ғана өсті, бұл қалыпқа келтірудің басталғанын көрсетуі мүмкін. Өзге операциялық шығындар бір жыл бұрын 1,9 млрд теңгенің кірісіне қарағанда 5,4 млрд теңгені құрады, ал негізгі құралдардың құнсыздануы 3,0 млрд теңгені құрады. ЖТКМ-ға жұмсалатын шығыстар ж/ж 17,3%-ға өсіп, 7,23 центке жетті және ЖТКМ-ға табысты шамалы арттырып, бұл теріс спредке әкелді. Нәтижесінде тоқсандық EBITDAR 30,9 млрд теңгені құрап (ж/ж -12%), маржа 16,5%-ға дейін төмендеді. Тоқсандық таза шығын 9,3 млрд теңгені құрады. 2025 жылдың қорытындысы бойынша EBITDAR маржа 24,4% -дан 22,1%-ға дейін төмендеп, таза кіріс ж/ж 72%-ға төмендеп, 7,1 млрд теңгеге жетті.

Біздің пікіріміз бен бағалау моделіндегі өзгерістер. Төртінші тоқсандағы есеп маржиналдық қысымның ауқымын анықтады: шығыс базасы түсімнен әлдеқайда жылдам өседі, ал ҚЖТШ және парктің кеңеюінің әсері меншікті шығындарға екі есе қысым жасайды. Төртінші тоқсанда ЖТКМ кірістердің өсуі оң белгі болып табылады, бұл менеджменттің тарифтік саясат арқылы қысымды өтеу және сыйымдылықтарды халықаралық бағыттарға қайта бөлу қабілеттілігін растайды. 2026 жылдың бірінші жартысында қозғалтқыштарды жөндеудің жеделдеуі де ынталандырады, алайда мәселенің толық шешілуі 2028 жылдың соңына қарай ғана күтілуде. Дегенмен, бағалау моделінде біз келесі екі жыл ішінде қозғалтқыштарға қатысты проблемалардың теріс ықпалын қарастыруды жалғастырамыз. Осылайша бұл біздің мақсатты бағамыздың төмендеуіне алып келген басты теріс өзгерістердің бірі болды. Сондай-ақ, біз Қазақстанда күтілетін жолаушылар ағынын төмендеттік, бірақ, екінші жағынан, WACC төмендеттік. Таяу Шығыстағы әскери қақтығыстың теріс әсерін де атап өтейік, бұл энергия тасығыштарға бағаның өсуіне алып келді, бұл отынға жұмсалатын шығыстарға да әсер етуі мүмкін. Нәтижесінде «Эйр Астана» бір акциясының жаңартылған нысаналы бағасы соңғы нарықтық бағадан **13% өсу әлеуетімен 780 теңгені** құрайды. **«Ұстауға» кеңес беріледі.**

АНЫҚТАМА АҚПАРАТЫ

1-сурет. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	14.11.2025	26.03.2026		
Қазақстандағы жолаушылар ағыны, 2026, млн адам	16.8	16.5	-1.8%	Алдыңғы күтулерге қатысты төменірек нақты өсу қарқыны
WACC, %	19.5	17.7	-1.8 п.п.	ҚР 10 жылдық мемлекеттік облигациялары кірістілігінің төмендеуі
EBITDAR маржа, 2026, %	21	17	-4 п.п.	Отынға арналған болжамды шығыстардың өсуі және ақаулы қозғалтқыштардың кірістерге теріс әсері

2-сурет. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағалары.
(B-«сатып алу», H-«ұстау», S-«сату»)

3-сурет. Freedom Broker-дің есептері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары



4-сурет. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	7	70%
Hold	2	20%
Sell	1	10%

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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі - Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО-ның қолданыстағы заңнамасының талаптары, шарттары, шектеулері және/немесе нұсқаулары сақталған кезде Компания No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялық консультация беру және инвестициялармен жасалатын мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыным болып табылмайды, әртүрлі компания-лардың акцияларына инвестициялау ұсынысы болып табылмайды.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі - Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатта болады, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек клиенттеріне жолданады. Осы құжатта баяндалған ақпарат жалпыға қолжетімді дереккөздерден алынған және автор (авторлар) сенімді деп есептеледі, алайда автор (авторлар) оның дәлдігіне немесе толықтығына қатысты анық немесе түспалданатын ешқандай кепілдіктер мен кепілдіктер бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдер қабылдауы үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсыным емес, сондай-ақ кез келген бағалы қағазды сатып алуды немесе сатуды ұсынбайды немесе шақырмайды.

Бағалы қағаздар мен басқа да қаржы құралдарына иелік ету қашанда тәуекел тудырады: бағалы қағаздар мен басқа қаржы құралдарының құны өсуі немесе төмендеуі мүмкін. Бұған дейінгі инвестициялау нәтижесі болашақта кіріске кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, компания болашақта салымның кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты жария ету

- Осы есеп авторының (авторларының) немесе оның отбасы мүшесінің Эмитенттің бағалы қағаздарына қаржылық мүдделігі жоқ.
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығыстарының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарын сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін олардың жеткілікті санына ие емес.
- Автордың (авторлардың) бағыну тәртібі және оның (олардың) сыйақылары мүдделер қақтығысына әкеп соқпайды
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1%-ын немесе одан да көбін иеленбейді
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі үлесі жоқ
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында жазылған және мына сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға 20-дан астам пайызға өседі деп күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгереді деп күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде баға 10-дан астам пайызға төмендейді деп күтілетін акция