

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «Эйр Астана» (AIRA)**Потенциал роста: **13%**Целевая цена: **780 тенге**Текущая цена: **688 тенге**

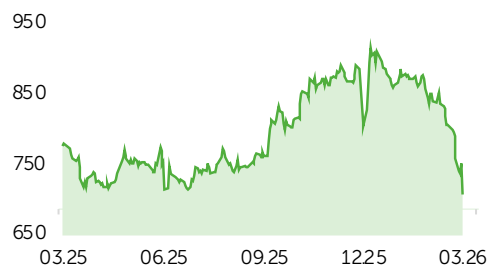
ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

Эйр Астана: итоги 4-го квартала 2025 года

Выручка, '25 (млрд KZT)	758
EBIT, '25 (млрд KZT)	46
Чистая прибыль, '25 (млрд KZT)	7,1
Чистый долг, '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%
Маржа чистой прибыли (%):	1%

Капитализация (млрд KZT)	244
Акции выпущено (млн штук)	355
Свободное обращение (%)	49%
52-нед. мин/макс (KZT)	681-937
Текущая цена (KZT)	688
Целевая цена (KZT)	780
Потенциал роста (%)	13%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер KASE/AIRA

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-12%	-7%	-9%
vs KASE	-24%	-18%	-48%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

(77) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@affin.kz

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Авиаперевозки

АО «Эйр Астана» опубликовало финансовые результаты за четвёртый квартал и полный 2025 год. Отчёт оцениваем как негативный: темпы роста операционных расходов значительно превысили динамику выручки, что привело к операционному и чистому убытку за квартал. Основное давление оказали внеплановые снятия двигателей Pratt & Whitney из-за конструктивных дефектов, которые привели к простоя до 13 самолётов в пиковый период и потере EBITDAR в размере \$42,3 млн за год. Вместе с тем в четвёртом квартале доходы на ППКМ впервые за год показали рост, а расходы на инженерно-техническое обслуживание вероятно начали нормализацию. В модели оценки мы увеличили ожидаемые расходы на топливо на фоне высоких цен на нефть, а также ожидаем дальнейшее негативное влияние проблем с двигателями, учитывая новые конструктивные дефекты. Также мы снизили общий прогнозный пассажиропоток в стране и ставку WACC. Обновлённая целевая цена одной акции – 780 тенге с потенциалом роста 13%. Рекомендация – «Держать».

Ключевые факторы для оценки. Главный риск - влияние проблем с двигателями Pratt & Whitney и опережающий рост расходной базы. В 2025 году компания выполнила 22 ВСД из-за конструктивных дефектов, помимо ранее выявленной проблемы с загрязнением порошкового металла. Анализ прогнозов других авиакомпаний, использующих подобные двигатели, указывает на полный возврат парка самолетов к концу 2027 года. Простой самолётов сократил доступные провозные ёмкости и привёл к росту расходов на ППКМ (+17,3% г/г в четвёртом квартале до 7,23 цента). Кроме того, расширение парка за год с 57 до 62 самолётов увеличило износ и амортизацию (+37% г/г) и расходы на персонал (+30% г/г). Накопленный объём двигателей, требующих ремонта, сохранится до конца 2028 года, что продолжит ограничивать провозные ёмкости. Тем не менее, в первой половине 2026 года запланирован объём отправок двигателей на ремонт, сопоставимый со всем 2025 годом, а компания зарезервировала 4 дополнительных двигателя. Главный позитивный фактор рост доходов на ППКМ. В отдельном четвёртом квартале рост доходов на ППКМ составил 9,8% г/г и достиг 7,18 цента. В предыдущих кварталах данный показатель снижался, но рост стал возможен благодаря корректировки тарифов и фокуса на высокомаржинальных международных направлениях. Так международные ППКМ выросли на 11,2% в четвёртом квартале при снижении внутренних на 1,4%.

Выручка: рост продолжается несмотря на простой самолётов.

Квартальная выручка составила 186,5 млрд тенге (+19% г/г). Основной рост обеспечили доходы от пассажирских перевозок (+18% г/г). В разрезе брендов ситуация различается. Air Astana показал сильный квартал: пассажирские доходы выросли на 24% г/г до 132,9 млрд тенге, чему способствовало расширение международной сети и распределение ёмкостей в пользу высокодоходных международных маршрутов. У FlyArystan, напротив, доходы от пассажирских перевозок снизились на 2% г/г (35,4 млрд тенге). По направлениям основным драйвером стал регион «Азия и Средний Восток» (+32% г/г до 76,7 млрд тенге), внутренние направления выросли на 11% г/г, СНГ - на 12% г/г, тогда как доходы от европейских направлений незначительно снизились на 4% г/г. Компания также отразила прибыль от операций продажи с обратной арендой в размере 12,6 млрд тенге. По итогам полного 2025 года общая выручка достигла 758,3 млрд тенге (+23% г/г), при этом доходы Air Astana от пассажирских перевозок выросли на 27% г/г, FlyArystan - на 12% г/г. Годовой пассажиропоток увеличился на 8% г/г до 9,7 млн человек, ППКМ вырос на 14% благодаря международным направлениям.

Маржинальность: убыток на фоне давления расходов.

Операционные расходы в четвёртом квартале составили 187,8 млрд тенге (+29% г/г), заметно опередив динамику выручки. Наиболее значимые статьи роста: износ и амортизация (+37% г/г), персонал (+30% г/г), обслуживание пассажиров (+26% г/г) и расходы по реализации (+22% г/г). Расходы на инженерно-техническое обслуживание при этом выросли лишь на 16% г/г, замедлившись относительно третьего квартала (+79% г/г), что может указывать на начало нормализации. Прочие операционные расходы составили 5,4 млрд тенге против дохода в 1,9 млрд годом ранее, а обесценение основных средств добавило 3,0 млрд тенге. Расходы на ППКМ выросли на 17,3% г/г до 7,23 цента, немного превысив доходы на ППКМ, что привело к отрицательному спреду. В результате квартальная EBITDAR составила 30,9 млрд тенге (-12% г/г), маржа снизилась до 16,5%. Квартальный чистый убыток составил 9,3 млрд тенге. По итогам 2025 года EBITDAR маржа снизилась до 22,1% с 24,4%, а чистая прибыль упала на 72% г/г до 7,1 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за четвёртый квартал выявил масштаб давления на маржинальность: расходная база растёт значительно быстрее выручки, а влияние ВСД и расширения парка создаёт двойное давление на удельные затраты. Позитивным сигналом является рост доходов на ППКМ в четвёртом квартале, что подтверждает способность менеджмента компенсировать давление через тарифную политику и перераспределение ёмкостей на международные маршруты. Ускорение ремонтов двигателей в первой половине 2026 года также обнадеживает, хотя полное разрешение проблемы ожидается лишь к концу 2028 года. Тем не менее в модели оценки мы закладываем продолжение негативного влияния проблем с двигателями в течение следующих двух лет. Тем самым это стало одним из главных негативных изменений, приведших к снижению нашей целевой цены. Также мы снизили ожидаемый пассажиропоток в Казахстане, но, с другой стороны, снизили WACC. Отметим и негативное влияние военного конфликта на Ближнем Востоке, что привело к росту цен на энергоносители, что вероятнее всего также окажет влияние на расходы на топливо. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции «Эйр Астана» составляет **780 тенге с потенциалом роста в 13%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Держать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	14.11.2025	26.03.2026		
Пассажиропоток в Казахстане, 2026, млн чел.	16.8	16.5	-1.8%	Более низкие фактические темпы роста относительно предыдущих ожиданий
WACC, %	19.5	17.7	-1.8 п.п.	Снижение доходности 10-летних гособлигаций РК
EBITDAR маржа, 2026, %	21	17	-4 п.п.	Рост прогнозных расходов на топливо и негативное влияние дефектных двигателей на доходы

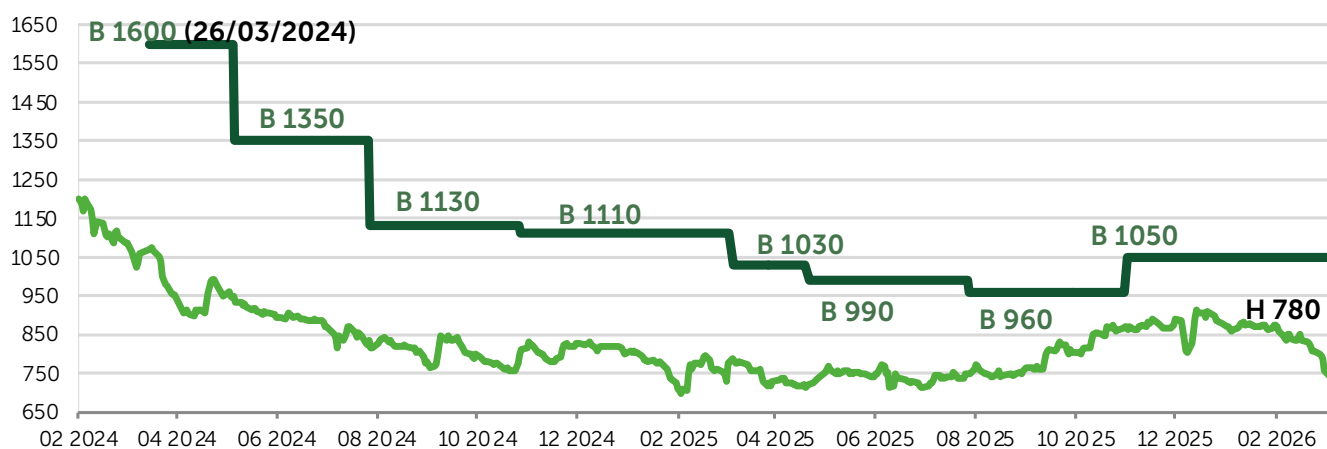
Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker
(В – «покупать», Н – «держать», S – «продавать»)

Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker
по акциям индекса KASE

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

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. Размещенная 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.

Размещенные 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