

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING



Аэра: инфраструктурный гигант с потенциалом для долгосрочного портфеля



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Aena S.M.E., S.A. (Aena Airports)

Aena S.M.E., S.A. (тикер: AENA) — крупнейший в мире оператор аэропортов по объему пассажиропотока. Штаб-квартира компании находится в Мадриде, 51% акций принадлежит испанскому правительству через компанию ENAIRE. Aena управляет 46 аэропортами и 2 вертолетными площадками в Испании, включая крупные хабы, такие как аэропорт Адольфо Суарес Мадрид-Барахас и Барселона-Эль-Прат, фактически контролируя всю сеть аэропортов Испании. В 2023 году эти аэропорты обслужили 283,2 миллиона пассажиров, что на 3% превышает допандемийный уровень 2019 года, подчеркивая важность Испании как мирового туристического направления. Международное присутствие Aena обеспечивается через дочернюю компанию Aena Internacional, которая владеет долями или управляет аэропортами в Великобритании и Латинской Америке. В частности, Aena владеет 51% акций аэропорта Лондон-Лутон (Великобритания) и недавно взяла под управление 11 аэропортов в Бразилии, включая Конгоньяс в Сан-Паулу, второй по загруженности аэропорт Бразилии. В общей сложности, с учетом Лутона и бразильских аэропортов, Aena обслужила 314 миллионов пассажиров в 2023 году, что закрепило ее позицию крупнейшего в мире оператора аэропортов по пассажиропотоку.

Бизнес-модель Aena включает в себя авиационный сегмент (сборы с авиакомпаний за использование взлетно-посадочных полос, терминалов и т.д.) и значительный коммерческий сегмент. Компания получает значительные доходы от розничных концессий, магазинов беспошлинной торговли, точек общественного питания, парковок, аренды автомобилей, рекламы и сдачи в аренду недвижимости в аэропортах. Эти неавиационные доходы диверсифицируют источники поступлений и используют высокий пассажиропоток. Aena также управляет сетью парковок в аэропортах и VIP-залами, а также предоставляет консультационные услуги другим аэропортам. С точки зрения рыночной позиции, Aena входит в индекс IBEX-35 (котируется с 2015 года) и является доминирующим оператором аэропортов в Испании (фактически монополист на внутреннем рынке). На мировом уровне конкурентами Aena являются такие компании, как Groupe ADP (оператор парижских аэропортов) и Fraport AG (оператор аэропорта Франкфурта), хотя по объему пассажиропотока Aena превосходит их. Масштабы и экспертиза Aena также привели к партнерствам за рубежом — например, у компании есть интересы в операторах аэропортов в Мексике, Колумбии и на Ямайке, помимо активов в Великобритании и Бразилии.

Финансовые показатели

Доходы: В 2022 году общий доход Aena составил €4,19 миллиарда, что на 69% больше по сравнению с низкими показателями 2021 года, вызванными пандемией. Поскольку пассажиропоток в 2022 году приблизился к допандемийным объемам (88% от уровня 2019 года), выручка значительно восстановилась. В 2023 году доходы выросли примерно на 21% до €5,05 миллиарда, превысив показатели 2019 года благодаря всплеску коммерческих доходов с возвращением путешественников. В 2024 году Aena сообщила о рекордной выручке в €5,77 миллиарда, обусловленной продолжающимся ростом пассажиропотока.

Рентабельность: После убытков в 2021 году, вызванных пандемией, Aena вернулась к прибыли в 2022 году с чистой прибылью в €901,5 миллиона. В 2023 году чистая прибыль резко выросла до рекордных €1,63 миллиарда — рост на 81% по сравнению с предыдущим годом, так как пассажиропоток полностью превысил допандемийные уровни. К 2024 году чистая прибыль увеличилась до €1,93 миллиарда (рост на 18,6% по сравнению с 2023 годом), установив новый максимум.



Aena S.M.E., S.A. (AENA)

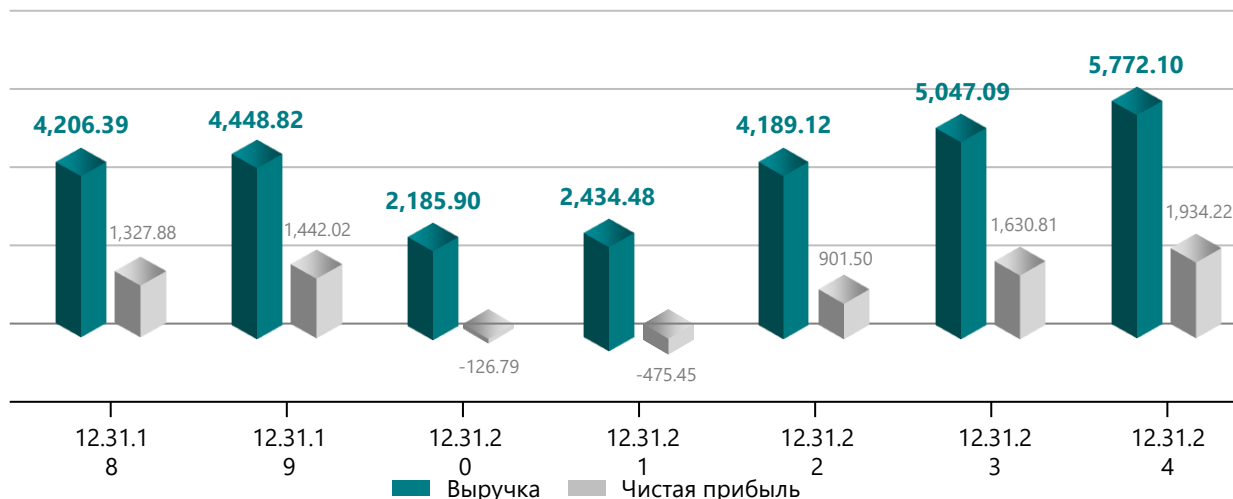


Рисунок 1: Доходы и чистая прибыль компании Аена с 2018 г. по 2024 г.

Динамика рынка

Восстановление авиатранспорта: Мировая индустрия аэропортов переживает волну восстановления после ослабления последствий пандемии. Для Аена ключевым фактором стал рост пассажиропотока в Испании и за ее пределами. К 2023 году трафик в испанских аэропортах достиг 283,2 миллиона пассажиров (рост на 16% по сравнению с предыдущим годом), что на 3% выше уровня 2019 года — восстановление произошло быстрее, чем во многих аэропортах Северной Европы. Этот рост был обусловлен сильным восстановлением туристических и развлекательных поездок. Туристический сектор Испании стремительно вернулся к жизни: в 2023 году страна приняла 85,1 миллиона иностранных туристов, что на 18,7% больше, чем в 2022 году. Испания вернула себе статус второй по посещаемости страны в мире, а в 2024 году был установлен новый рекорд с примерно 94 миллионами иностранных туристов. Этот бум напрямую приносит пользу Аена, поскольку больше туристов означает более загруженные аэропорты. Особенно сильный рост наблюдается в популярных туристических направлениях, таких как Канарские острова, Балеарские острова и Коста-дель-Соль, где пассажиропоток в аэропортах (Пальма-де-Майорка, Малага и др.) значительно увеличился. Кроме того, к концу 2022–2023 годов возобновились дальнемагистральные рейсы (вернулись путешественники из Северной и Латинской Америки, а европейские авиакомпании увеличили провозные мощности), что способствовало росту, в то время как маршруты в Азию (традиционно менее значимые для Испании) постепенно восстанавливаются.

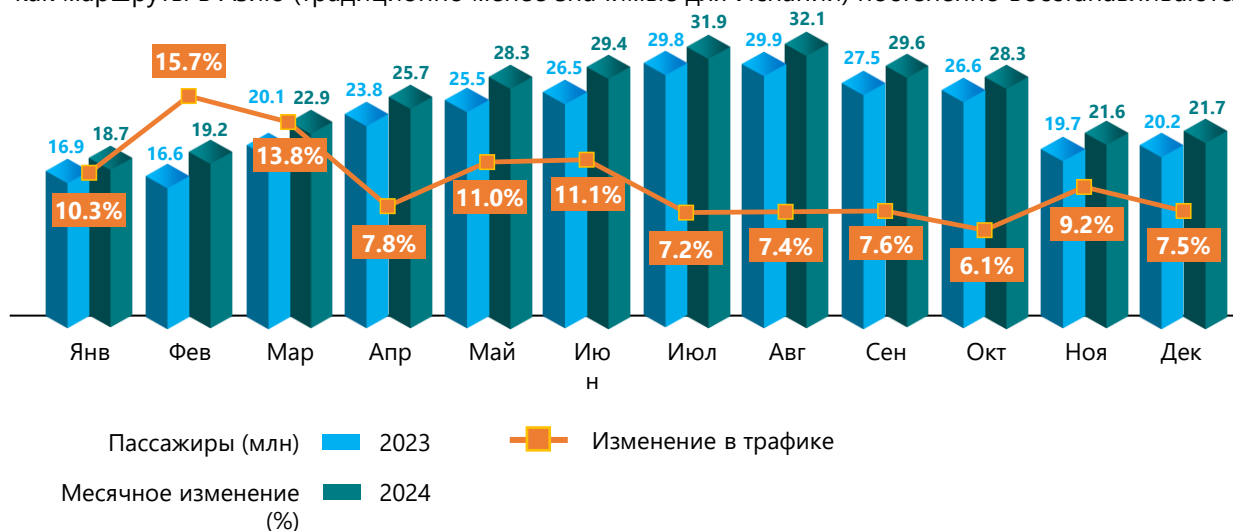


Рисунок 2: Ежемесячный поток пассажиров. Источник: Аена



Тенденции в области грузов и движения воздушных судов: Помимо пассажиропотока, растут объемы авиаперевозок и грузов. В 2023 году сеть аэропортов Аена в Испании обработала 1,08 миллиона тонн грузов, что на 7,9% больше, чем в 2022 году, благодаря восстановлению цепочек поставок и росту электронной коммерции. К 2024 году объем грузов достиг нового рекорда (1,3–1,4 миллиона тонн, рост на 18% по сравнению с предыдущим годом), при этом наибольшая доля пришлось на Мадрид-Барахас (почти 767 тысяч тонн в 2024 году). Хотя основную часть доходов Аена приносят пассажирские рейсы, грузовые операции (в таких хабах, как Мадрид, Сарагоса и Барселона) обеспечивают дополнительный доход и подчеркивают общее восстановление авиационной активности. Прогнозы отрасли (например, IATA, UNWTO) указывают, что глобальный пассажиропоток полностью вернется к допандемийной траектории к 2024–2025 годам, и в Испании этот процесс идет с опережением графика. Сама Аена прогнозирует умеренный рост: примерно на 3–4% в 2025 году (до около 320 миллионов пассажиров в Испании), что указывает на переход от восстановительного роста к более стабильной фазе расширения.

Динамика акций и оценка

Динамика акций Аена отражает взлеты и падения авиационного сектора. За последние три года акции компании значительно восстановились после пандемийного спада. В 2022 году акции AENA упали примерно на 15% (рыночная капитализация на конец 2022 года составила около €17,6 миллиарда, снизившись по сравнению с 2021 годом) из-за волны Омикрона и макроэкономических опасений. Однако с восстановлением авиаперевозок 2023 год стал успешным: цена акций выросла примерно на 40%. К концу 2023 года акции торговались на уровне €163–165 (до сплита), по сравнению с ~€120 годом ранее. Ралли продолжилось в 2024 году, хотя и более умеренными темпами: акции Аена выросли на 20,3%, завершив год на уровне €197,40 (до сплита). Этот сильный рост отражал рекордные финансовые результаты и оптимизм в связи с расширением в Бразилии. В середине 2025 года Аена провела сплит акций 10 к 1 (вступил в силу 19 июня 2025 года) для повышения ликвидности — одна старая акция стоимостью ~€250 превратилась в десять акций по ~€25. После сплита акции торгуются в диапазоне середины €20. С учетом сплита цена акций в июле 2025 года примерно соответствует уровням конца 2024 года, что указывает на относительную стабильность акций в текущем году после предыдущих приростов (это может отражать паузу на рынке, пока восстановление «догоняет» оценку).

Aena S.M.E., S.A. (AENA)

Доходность по цене составила **91,5%** за 3 года, что эквивалентно среднегодовому темпу прироста (CAGR) в **24,3%**

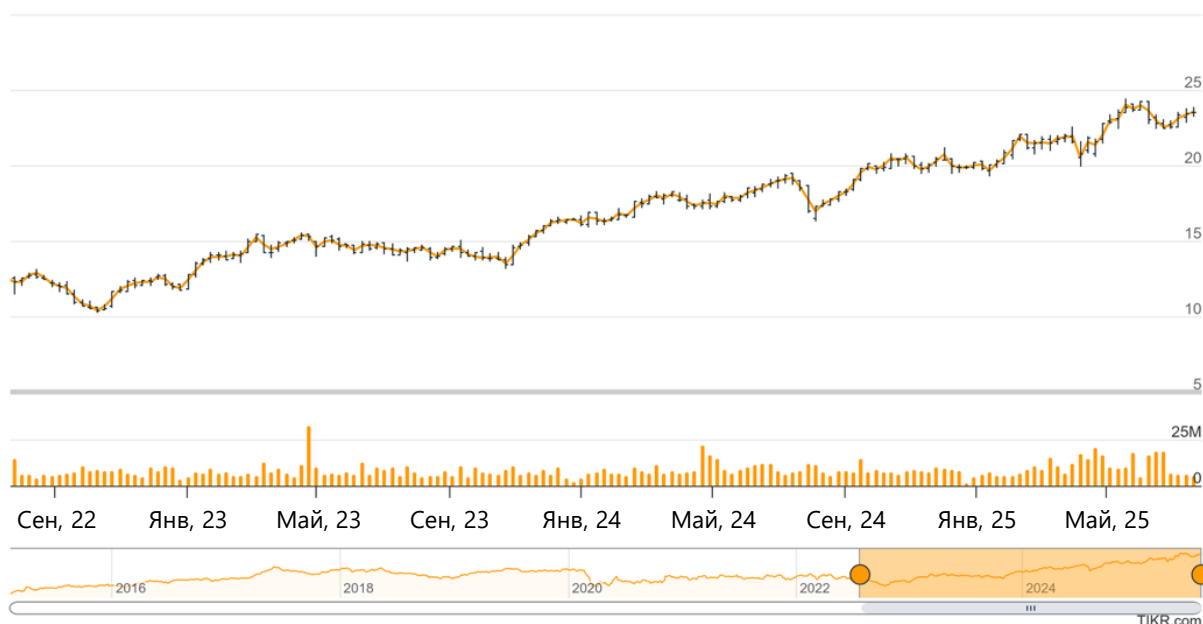


Рисунок 3: Динамика цен акции компании Аена



Расширение в Бразилии: В 2022 году Аена выиграла концессию на управление 11 аэропортами на северо-востоке Бразилии. Официальное управление, включая крупный аэропорт Конгоньяс в Сан-Паулу, началось в конце 2023 года, добавив около 31 миллиона пассажиров к сети Аена. Этот стратегический шаг открыл новые пути роста, и инвесторы положительно отреагировали на международное расширение Аена. Однако руководство указало, что в ближайшее время приоритет будет отдаваться интеграции бразильских активов, а не новым слияниям и поглощениям, что сдержало спекулятивный рост акций.

Текущая оценка: На текущих уровнях (~€23–24 за акцию после сплита) оценка Аена выглядит сбалансированной. С точки зрения коэффициента P/E, он составляет около 15–16× по отношению к прошлогодней прибыли — не слишком низкий, но и не чрезмерно высокий для стабильной инфраструктурной компании. Этот мультипликатор оправдан, учитывая текущую стабильную (хотя и более медленную) траекторию роста Аена и ее сильную конкурентную позицию. Для сравнения, Groupe ADP торгуется около 18× прибыли, а Fraport — около 12× (последний, возможно, отражает более высокую долговую нагрузку и меньшую маржу). Коэффициент EV/EBITDA — еще один полезный показатель: при стоимости предприятия (EV) около €33–34 миллиардов (рыночная капитализация плюс чистый долг) и EBITDA 2024 года около €3,3 миллиарда (оценка на основе маржи ~60% от выручки €5,77 миллиарда), EV/EBITDA составляет около 10×. Это соответствует историческим средним значениям для операторов аэропортов (высокие однозначные или низкие двузначные значения EV/EBITDA). Это говорит о том, что Аена не выглядит явно переоцененной, учитывая ее почти монопольное положение, сильные денежные потоки и ценные инфраструктурные активы.

Риски и возможности

Экономические спады и цикличность: Как оператор аэропортов, Аена чувствительна к экономическим циклам. Рецессии или замедление роста в Европе и ключевых рынках (Великобритания, Германия и т.д.) могут снизить спрос на авиаперевозки. Туристические поездки, доминирующие в Испании, могут сократиться, если домохозяйства начнут экономить. Сценарий высокой инфляции и роста безработицы в Европе может привести к стагнации или снижению пассажиропотока, что создаст давление на доходы и прибыль Аена. Кроме того, валютные колебания (например, ослабление фунта или евро) могут повлиять на туристические потоки (покупательная способность британских туристов и т.д.). Хотя 2023–2024 годы были годами бума, любой глобальный шок (возобновление пандемии, финансовый кризис) может обратить вспять прирост трафика — как это было в 2020 году, когда объемы Аена упали более чем на 70%. Фиксированная база затрат Аена (персонал, обслуживание крупных аэропортов) означает, что спад трафика быстро сократит маржу.

Цены на топливо и здоровье авиакомпаний: Волатильность цен на авиатопливо косвенно влияет на Аена. Если цены на топливо резко возрастают, авиакомпании сталкиваются с ростом операционных затрат и, как правило, повышают тарифы или сокращают маршруты. Дорогие билеты могут сдерживать рост пассажиропотока, а финансово слабые авиакомпании могут сократить частоту рейсов или даже выйти с рынков. Трафик Испании зависит от сочетания полносервисных перевозчиков и множества лоукостеров (Ryanair, EasyJet, Vueling). Лоукостеры особенно чувствительны к росту затрат; если топливо или другие расходы резко возрастут, они могут перенести мощности на более прибыльные маршруты или меньшие аэропорты (ища более низкие сборы). Они также оказывают давление на Аена, чтобы сохранить низкие аэропортовые сборы. Банкротство авиакомпании или сокращение ее операций (например, если Ryanair решит сократить присутствие в Испании) станет прямым ударом по трафику Аена. Тем не менее, исторически, когда один перевозчик уходит, другой часто заполняет пробел на популярных рынках, но краткосрочные потери возможны.



Инвестиционный тезис

Aena вышла из пандемии сильнее, чем когда-либо — в 2023–2024 годах компания достигла рекордных показателей по пассажиропотоку и прибыли, восстановила щедрые дивиденды и сохраняет доминирующее положение на структурно привлекательном рынке (глобальный туризм в Испанию). Компания предлагает уникальное сочетание качеств: квази-монопольный контроль над аэропортами ведущего туристического направления (стабильная, генерирующая денежные потоки база активов), растущее международное присутствие и дисциплинированное финансовое управление с поддержкой государства. Эти факторы делают Aena высококачественным инфраструктурным активом. Однако с инвестиционной точки зрения большая часть «легкого» восстановительного роста уже позади. Резкий рост акций за последние два года в сочетании с текущими мультипликаторами предполагает, что Aena в настоящее время имеет справедливую оценку — не является значительно недооцененной, но и не чрезмерно переоцененной для своего качества.





TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz