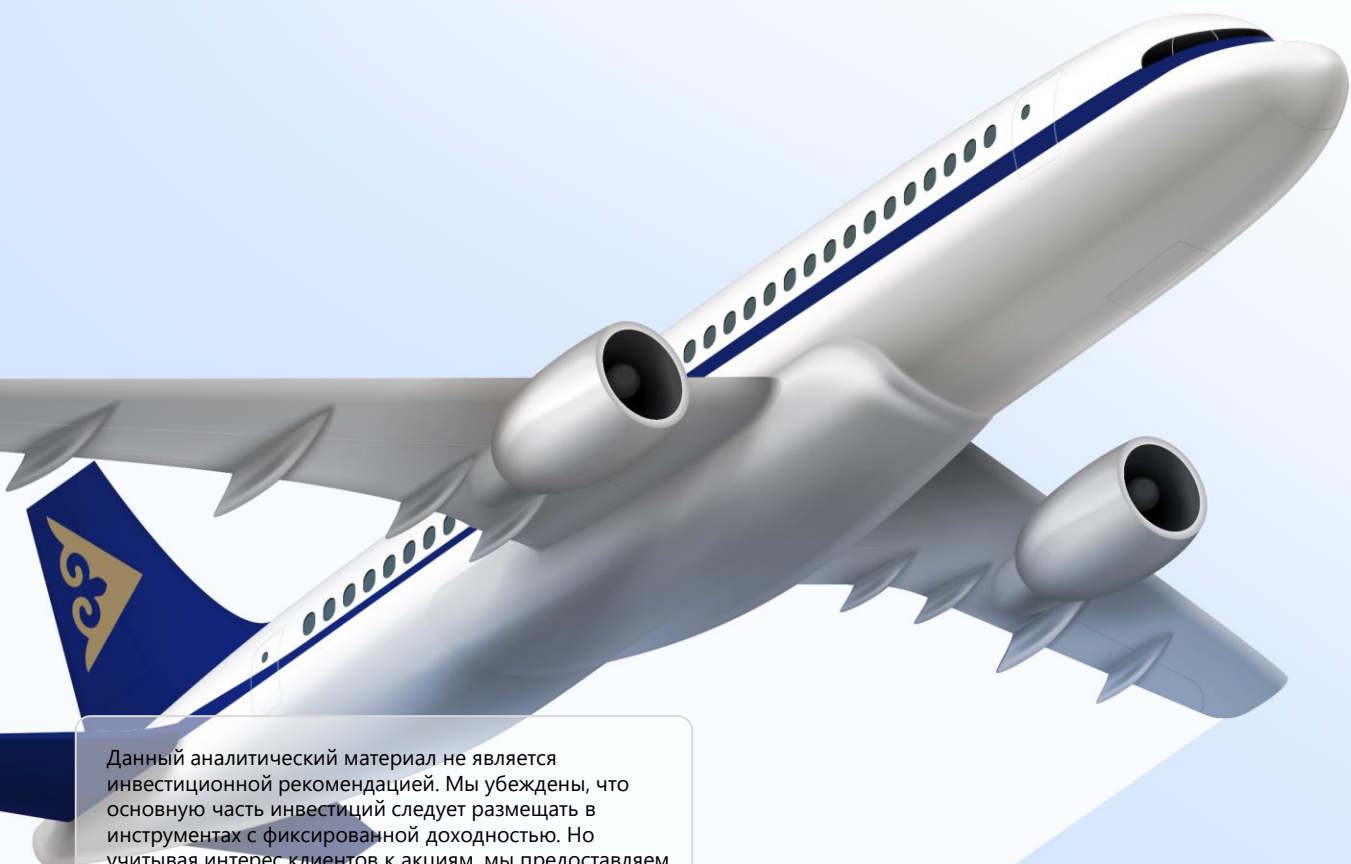




TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Air Astana в эпоху глобальной турбулентности и структурных трансформаций



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.

Air Astana в эпоху глобальной турбулентности и структурных трансформаций

Введение: Парадокс авиационных инвестиций и евразийский феномен

Глобальная авиационная отрасль исторически славится своей способностью уничтожать акционерную стоимость. Это предельно капиталоемкий бизнес, маржинальность которого зажата в тиски между волатильными ценами на авиакеросин, жестким государственным регулированием, профсоюзами, геополитическими шоками и технологическими сбоями производителей авиатехники.

Однако на пересечении Европы и Азии, в самом сердце Евразийского континента, сформировался уникальный авиационный узел, бросающий вызов традиционному скептицизму Уолл-стрит. Joint Stock Company Air Astana (тикер AIRA на Лондонской фондовой бирже, также упоминаемый инвесторами как AIR.IL), флагманский перевозчик Республики Казахстан, представляет собой редчайший пример адаптации классической бизнес-модели к бурным реалиям развивающегося рынка.

Рассматривая Air Astana в качестве потенциального объекта для долгосрочных инвестиций, необходимо понимать обе стороны медали. С одной стороны, инвестиционный кейс выглядит захватывающе: компания является абсолютным, доминирующим лидером в Центральной Азии и на Кавказе, обладая диверсифицированной бизнес-моделью, которая включает как премиальный сегмент, неоднократно отмеченный наградами Skytrax, так и агрессивно растущий, независимо управляемый лоукостер. С другой стороны, финансовые результаты за полный 2025 год наглядно и жестко продемонстрировали уязвимость даже самых эффективных перевозчиков перед внешними факторами: рекордная операционная выручка группы в \$1.45 млрд парадоксальным образом сопровождалась резким падением чистой прибыли до \$13.6 млн из-за глобального кризиса с надежностью двигателей производства Pratt & Whitney.

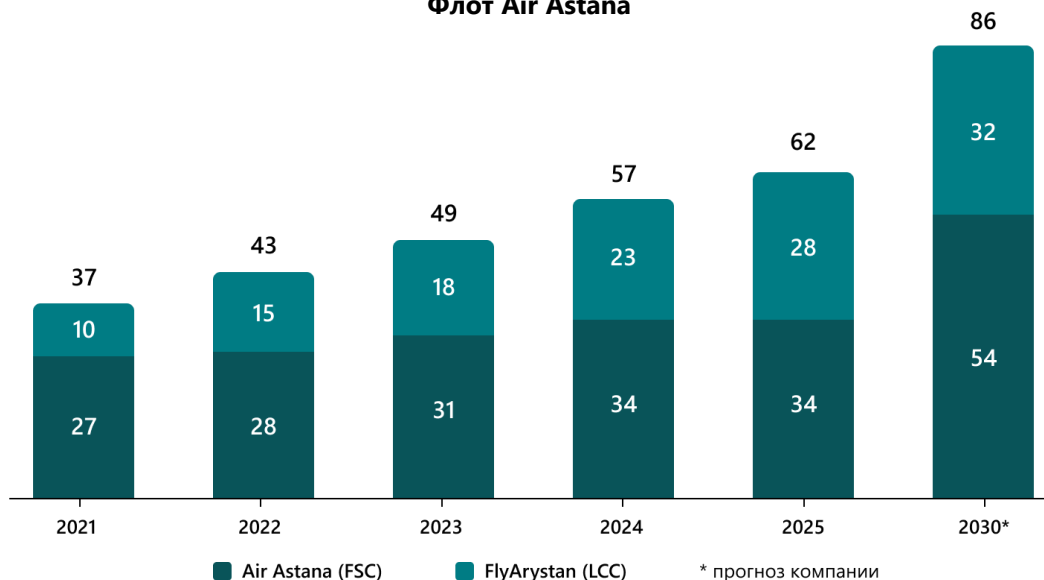
Этот отчет представляет собой анализ Air Astana как инвестиционного актива. В повествовательном ключе, опираясь на массив корпоративных данных, консенсус-оценок и отраслевой аналитики, мы изучим бизнес-модель двойного бренда, рассмотрим финансовые показатели за последние пять лет, оценим ширину конкурентного рва компании, исследуем перспективы ее роста, а также детально разберем смену управленческой команды, которая ожидает группу весной 2026 года.

Несмотря на очевидные перспективы структурного роста на рынке с исторически низким уровнем проникновения авиаперевозок, индустрия остается предельно капиталоемкой. Акции Air Astana не являются "дешевыми" в абсолютном понимании этого слова, поскольку каждый заработанный доллар свободного денежного потока немедленно реинвестируется в обновление и расширение молодого флота, необходимого для удержания лидерства. Однако для инвесторов, готовых мириться с неизбежной цикличностью маржинальности и специфическими техническими рисками, эта компания предлагает уникальный, институционально прозрачный доступ к одному из самых быстрорастущих авиационных рынков в мире.

Бизнес-модель: Механика стратегии двойного бренда (Dual-Brand Strategy)

Фундаментальным ядром, обеспечивающим устойчивость Air Astana Group на протяжении последних пяти лет, является концепция двойного бренда (dual-brand strategy). В глобальной авиации попытки классических перевозчиков полного цикла (Full-Service Carrier, FSC) создать собственных лоукост-дочек часто заканчивались провалом из-за управленческой неразберихи, размывания бренда и каннибализации собственного пассажиропотока. Руководству Air Astana удалось избежать этих ловушек, выстроив экосистему, в которой два совершенно разных продукта Air Astana и FlyArystan не конкурируют за одного и того же пассажира, а дополняют друг друга, обслуживая разные сегменты спроса.

Флот Air Astana



Group fleet

		2024	Net	2025	2030
Boeing 787		–		–	3
Boeing 767		3		3	–
Airbus A321		10	+1	20	41
Airbus A320		32	+7	39	42
Embraer E190-E2		3	-3	0	–
Total		57	5	62	86

Air Astana: Премиальный сервис, дальнемагистральные маршруты и глобальный транзит

Исторический бренд Air Astana функционирует как классический премиальный сетевой перевозчик. Основной коммерческий фокус этого сегмента направлен на международные дальнемагистральные и среднемагистральные рейсы, а также на обслуживание высокомаржинального делового и корпоративного пассажирского трафика внутри страны и за ее пределами.

Маршрутная сеть Air Astana стратегически выстроена вокруг двух главных евразийских хабов: Алматы (южный финансовый и туристический центр) и Астаны (северная административная столица). Уникальное географическое положение этих аэропортов позволяет авиакомпании выступать в роли естественного воздушного моста, соединяющего колоссальные, растущие рынки Азии (Китай, Индия, Юго-Восточная Азия) с Европой, а также со странами СНГ, Ближнего Востока и Кавказа.

Бренд позиционируется в сегменте высочайшего качества. Предоставляя сервис, отмеченный престижными наградами, такими как пятизвездочный рейтинг APEX и звание лучшей авиакомпании в Центральной Азии и СНГ по версии Skytrax (которое компания получала двенадцать раз подряд), Air Astana обеспечивает себе преданность пассажиров, которые менее чувствительны к цене билета, но критически относятся к комфорту, расписанию, качеству бортового питания и системе развлечений.

Эта часть бизнеса генерирует основную долю международной выручки, номинированной в твердых валютах, что создает естественный хедж против девальвации казахстанского тенге.

Для выполнения этих задач Air Astana использует смешанный флот, включающий широкофюзеляжные Boeing 767-300ER для наиболее загруженных дальних направлений, а также современные узкофюзеляжные Airbus A321neo и A321neo LR (Long Range). Модификация LR позволяет компании летать на дальние расстояния (например, в Лондон или Франкфурт) с превосходной экономикой узкофюзеляжного самолета.

FlyArystan: Лоукост-дизраптор и стимулятор поведенческих изменений

Запуск лоукостера FlyArystan в 2019 году стал дальновидным стратегическим решением группы за всю ее историю. Функционируя как независимо управляемый актив с собственной командой топ-менеджеров (которую в данный момент возглавляет Йохан Эйдхаген), FlyArystan был создан с амбициозной и социально значимой целью: стимулировать внутренний пассажиропоток в девятой по величине стране мира. В Казахстане огромные расстояния между региональными центрами исторически преодолевались на медленных поездах; авиаперелеты считались роскошью.

FlyArystan выступил в роли классического рыночного дизраптора. Предложив агрессивно низкие базовые тарифы с дополнительной платой за багаж, бортовое питание, приоритетную посадку и выбор места, авиакомпания спровоцировала масштабный поведенческий сдвиг. Люди, которые никогда ранее не летали, переключились с железнодорожного транспорта на авиацию. По словам руководства, FlyArystan стал драйвером структурных изменений в Казахстане, превратив рынок в один из самых быстрорастущих в мире.

Этот шаг позволил группе решить сразу две стратегические задачи. Во-первых, Air Astana защитила свой "домашний" рынок от потенциального вторжения агрессивных зарубежных дискаунтеров (таких как Wizz Air или Air Arabia). Во-вторых, группа радикально увеличила общий объем рынка. Сегодня FlyArystan берет на себя львиную долю внутреннего массового трафика, а также осуществляет активную региональную экспансию, открывая международные рейсы в Турцию (например, Туркестан — Стамбул), Грузию, Узбекистан и Азербайджан. К 2025 году доля группы на внутреннем рынке Казахстана достигла ошеломляющих 68%.

Сравнительная характеристика двух операционных сегментов группы:

Параметр сравнения	Бренд Air Astana (FSC)	Бренд FlyArystan (LCC)
Коммерческое позиционирование	Премиальный сервис полного цикла, фокус на корпоративных и транзитных клиентах.	Ультра-бюджетные перевозки, ориентация на туристов и внутреннюю миграцию, платные доп. услуги.
Флот (по состоянию на конец 2025 г.)	34 воздушных судна (Airbus A320/A321 семейств сео/нео, Boeing 767).	28 воздушных судов (исключительно унифицированный парк Airbus A320ceo/neo).
География полетов	Дальние международные маршруты (Европа, Азия, Ближний Восток), ключевые внутренние линии между хабами.	Преимущественно внутриказахстанские рейсы, короткие региональные международные маршруты.
Стратегическая цель	Удержание высокой маржинальности RASK (revenue per available set kilometer), расширение транзитной сети и код-шеринговых партнерств.	Максимальная утилизация флота, снижение CASK (cost per available seat kilometer), агрессивный захват доли рынка за счет эффекта масштаба.
Награды и признание	Пятизвездочный статус APEX, Лучшая авиакомпания в Центральной Азии (Skytrax).	4-звездочный статус лоукостера, Лучший лоукостер Центральной Азии и СНГ (Skytrax).



Грузовые перевозки (Air Freight) и собственное техническое обслуживание (MRO)

Помимо пассажирского сегмента, фундамент бизнес-модели опирается на два менее заметных, но критически важных элемента: рынок грузовых авиаперевозок и инфраструктуру технического обслуживания и ремонта (Maintenance, Repair, and Overhaul - MRO).

В сегменте грузоперевозок (Air Cargo) стратегия Air Astana исторически строилась на модели использования свободных провозных емкостей в багажных отсеках пассажирских самолетов (так называемый belly space cargo). Этот подход позволяет генерировать дополнительную маржинальную выручку практически без дополнительных капитальных затрат. Во время беспрецедентного коллапса пассажирского сообщения из-за пандемии COVID-19, гибкость менеджмента проявилась в оперативной конвертации трех принадлежащих компании широкофюзеляжных пассажирских Boeing 767-300(ER) в импровизированные грузовые суда. Сняв кресла и пассажирское оборудование, компания смогла удовлетворить ажиотажный спрос на региональные и межконтинентальные грузоперевозки, что помогло пережить кризис без прямых государственных субсидий.

Фундаментальный анализ финансовых показателей (2021–2025 гг.)

Траектория финансовых и операционных результатов Air Astana за последние пять лет читается как захватывающий триллер, в котором периоды эйфории чередуются с внезапными внешними шоками. Эта динамика наглядно иллюстрирует как внутреннюю силу менеджмента, так и фундаментальную уязвимость авиационной бизнес-модели в целом. Анализ отчетов за 2021–2025 годы позволяет выделить три ярко выраженных этапа: постковидное восстановление, эпоха сверхдоходов перед IPO и тяжелейший технологический кризис 2025 года.

Сводная таблица ключевых финансовых показателей (2021-2025)

Для наглядности объединим разрозненные данные из годовых отчетов, промежуточных релизов и заявлений менеджмента в единую аналитическую матрицу:

Финансовый индикатор (млн \$)	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.
Общая выручка и прочие доходы	\$761.8	\$1,032.4	\$1,174.5	\$1,304.9	\$1,453.9
Операционные расходы	\$659.7	\$883.7	\$1,038.5	\$1,179.1	\$1,365.7
Скорректированный EBITDAR	~\$213.3	~\$289.1	\$301.0	\$318.7	\$321.2
Маржинальность по EBITDAR	28.0%	28.0%	26.0%	24.4%	22.1%
Чистая прибыль (Profit After Tax, PAT)	\$45.0	\$101.4	\$68.7	\$49.4	\$13.6
ASK (Available seat kilometers), млрд	-	-	17.0	19.3	22.0
RPK (Revenue passenger kilometers), млрд	5.8	10.4	14.6	16.1	18.2
Общий пассажиропоток (млн чел.)	6.6	7.3	8.1	9.0	9.7
Коэффициент загрузки (Load Factor)	-	82.8%	82.8%	83.5%	82.7%



Эпоха адаптации и сверхдоходов: 2021–2024 годы

После разрушительного для всей индустрии 2020 года, компания продемонстрировала V-образное восстановление. В 2021 году выручка и прочие доходы составили \$761.8 млн, а чистая прибыль достигла \$45 млн. Однако настоящим тестом на управленческую гибкость (agility) стал 2022 год.

В феврале 2022 года началась война в Украине, что привело к мгновенному закрытию воздушного пространства России для многих перевозчиков, санкциям и разрушению устоявшихся логистических цепочек. Возник риск колоссальных убытков. Но менеджмент Air Astana отреагировал молниеносно. Столкнувшись с "экстраординарным рыночным событием" (Extraordinary Market Event, EME), компания оперативно перераспределила свои провозные емкости, сняв самолеты с заблокированных российских маршрутов и направив их на альтернативные рынки.

Был сделан стратегический разворот (pivot) в сторону так называемых «lifestyle»-направлений – туристических маршрутов на Мальдивы, Пхукет, в Шри-Ланку, а также резкое усиление частот полетов в Турцию, Индию и страны Кавказа (Грузия, Азербайджан). Этот маневр оказался невероятно успешным: в 2022 году общая выручка взлетела на 35% и впервые в истории группы превысила знаковый рубеж в \$1 млрд (\$1 032.4 млн). Чистая прибыль подскочила до \$101.4 млн.

На волне этого успеха 2023 и 2024 годы стали периодом подготовки и блестящего проведения публичного размещения акций (IPO). В начале 2024 года Air Astana успешно провела тройной листинг на Лондонской фондовой бирже (LSE), Международной бирже Астаны (AIX) и Казахской фондовой бирже (KASE), разместив бумаги с долей акций в свободном обращении (free float) около 42% и привлекая порядка \$356 млн.

Казалось, компания вышла на устойчивое плато процветания. Но индустрия преподнесла неприятный сюрприз.

Технологический кризис и испытание на прочность: Анализ 2025 года

По итогам 2025 года инвестиционное сообщество получило результаты, которые на первый взгляд кажутся парадоксальными. Группа вновь побил исторический рекорд по верхней строке отчета о прибылях и убытках: общая выручка выросла на 11.4% и составила \$1,453.9 млн. Основным драйвером этого роста стала международная экспансия: компания запустила 25 новых рейсов. Пассажиропоток вырос на 7.9%, почти достигнув психологической отметки в 10 млн пассажиров (9.7 млн человек). Коэффициент загрузки (Load Factor) замерзился на стабильно высоком уровне в 82.7%.

Однако, спускаясь вниз по отчету о прибылях и убытках, инвесторы обнаружили катастрофическое падение прибыли. Показатель EBITDAR застрял на месте, показав символический рост на 0.8% (до \$321.2 млн), что привело к сжатию маржинальности по EBITDAR на 2.3 процентных пункта — до 22.1%. Самый жестокий удар пришелся на итоговую чистую прибыль (PAT): она обрушилась на \$35.9 млн и составила всего \$13.6 млн против \$49.4 млн годом ранее (падение на 72%).

Причина этого драматического падения рентабельности кроется не в падении рыночного спроса или ошибках в ценообразовании, а в системном технологическом кризисе на стороне производителей авиатехники.

Фактор двигателей Pratt & Whitney (GTF Engine Crisis)

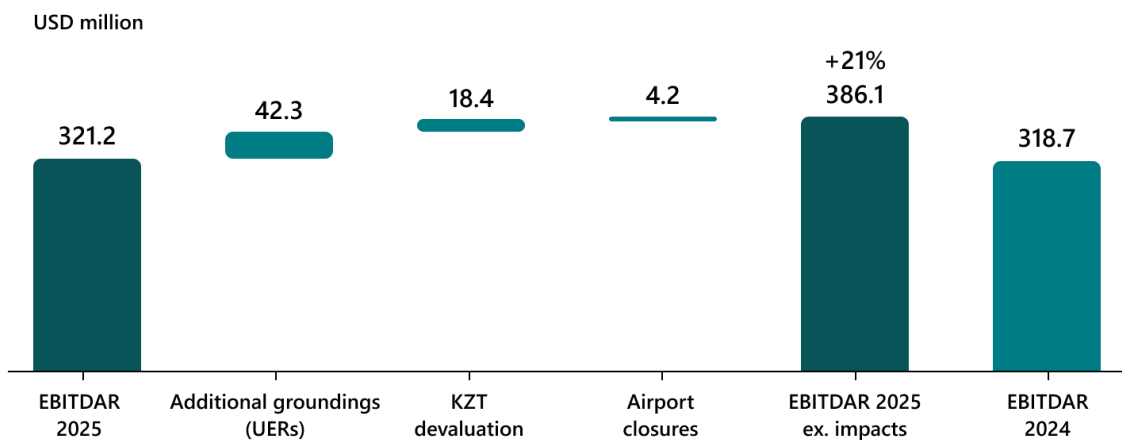
Весь 2025 год прошел под знаком глобальной проблемы с турбовентиляторными редукторными двигателями Pratt & Whitney серии PW1100G (GTF), которыми оснащено большинство передовых узкофюзеляжных лайнеров семейства Airbus A320neo, составляющих основу флота группы. Из-за конструктивного дефекта в порошковом сплаве, использованном при производстве дисков турбины высокого давления, регулирующие органы и сам производитель потребовали проведения внеочередных массовых инспекций двигателей по всему миру.

Для Air Astana это обернулось настоящим логистическим кошмаром. В течение 2025 года авиакомпания была вынуждена произвести 22 незапланированных снятия двигателей (Unscheduled Engine Removals, UER). В самый разгар пикового летнего сезона, когда авиакомпании зарабатывают основную долю годовой прибыли, на земле оказались прикованы до 13 воздушных судов группы (пятая часть всего флота!).

Финансовые последствия этого принудительного заземления (grounding) оказались разрушительными и сработали как двойной удар:

- 1. Упущенная выгода:** Самолеты, которые должны были находиться в воздухе и генерировать выручку, простаивали в ангарах. Менеджмент прямо оценивает, что кумулятивный эффект от этих незапланированных снятий негативно отразился на показателе EBITDAR в размере \$42.3 млн за год.

Group EBITDAR: operational and external impacts



- 2. Эрозия маржинальности из-за удельных издержек:** Авиация — бизнес высоких фиксированных костов. Лизинговые платежи за самолеты, страховка, техническое обслуживание и, главное, заработная плата летных экипажей и операционного персонала — всё это компания обязана оплачивать независимо от того, летит самолет или стоит. Поскольку провозная способность оказалась искусственно ограничена, эти постоянные издержки пришлось распределять на меньшее количество выполненных рейсов и кресло-километров. В результате себестоимость одного располагаемого кресло-километра (CASK) резко пошла вверх.

Юнит-экономика: Анатомия схватки RASK и CASK

Чтобы оценить здоровье авиакомпании, финансовые аналитики смотрят на два критических показателя: RASK (Revenue per Available Seat Kilometer — выручка на располагаемый кресло-километр) и CASK (Cost per Available Seat Kilometer — затраты на располагаемый кресло-километр). Разница между ними формирует операционную маржу.

Юнит экономика Air Astana

	FY 2025	FY 2024
Group RASK (US cents)	6.60	6.75
Group CASK (US cents)	6.20	6.10

По итогам полного 2025 года баланс оказался нарушен:

- **CASK (удельные затраты)** увеличился на 1.6%, достигнув 6.20 центов США. Причина: недоиспользование операционного персонала и фиксированных затрат на ТОиР (MRO), которые "размазались" по сниженной производственной базе.
- **RASK (удельная выручка)**, напротив, снизился на 2.3% по итогам года, составив 6.60 центов США. Снижение RASK частично объясняется агрессивным ростом доли лоукостера FlyArystan в общем балансе группы (билеты лоукостера дешевле, следовательно, RASK бренда ниже, что тянет вниз средний показатель по группе), а также локальными макроэкономическими факторами (девальвация тенге).

Сжатие спреда между RASK и CASK привело к падению чистой прибыли. Однако картина была бы неполной без анализа действий менеджмента в ответ на этот кризис.

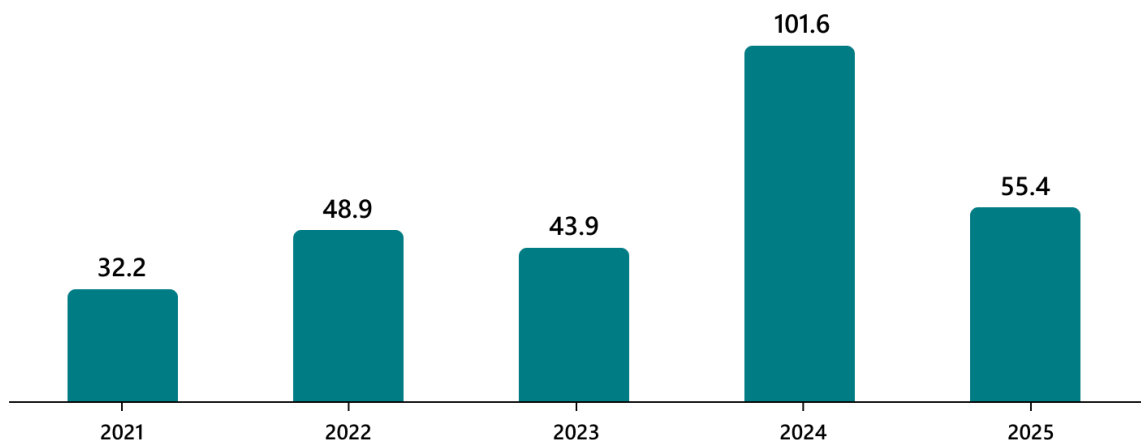
Понимая критичность ситуации, руководство во главе с Питером Фостером и Ибрагимом Жанлиелом предприняло беспрецедентные меры по смягчению последствий (mitigation actions). Во-первых, компания оперативно арендовала 13 резервных двигателей PW1100 и взяла в мокрый/сухой лизинг дополнительные самолеты семейства A320neo (со старыми, но надежными двигателями), чтобы закрыть бреши в расписании. Во-вторых, была применена стратегия «зимнего отдыха» (winter resting): в сезоны низкого спроса компания намеренно выводила проблемные двигатели из эксплуатации, чтобы сэкономить их межремонтный ресурс для максимальной утилизации в пиковые летние месяцы.

Самое главное — менеджмент задействовал механизмы динамического управления емкостями (dynamic capacity management) и алгоритмического ценообразования. В четвертом квартале 2025 года, поняв, что наращивать объемы перевозок больше невозможно из-за нехватки техники, компания перенесла фокус на максимизацию доходности каждого оставшегося кресла. Ограниченные ресурсы самолетов были переброшены с низкорентабельных внутренних направлений на высокодоходные международные маршруты. Одновременно были произведены точечные корректировки тарифов.

Капитальные затраты и структура баланса

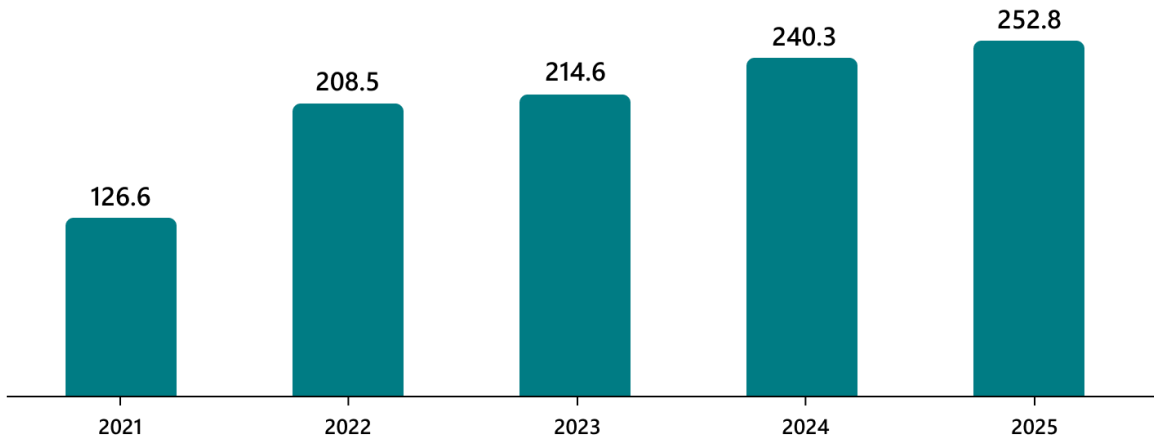
Авиаперевозки требуют непрерывных вливаний капитала. В период 2022-2023 годов, готовясь к IPO и обновляя флот, группа Air Astana вошла в цикл высоких капитальных затрат.

Капитальные инвестиции (CAPEX), млн \$





Лизинговые выплаты (основной долг + проценты), млн \$



По итогам сложного 2025 года финансовая позиция компании остается фундаментально устойчивой, хотя ликвидность слегка сократилась. Остатки денежных средств и средств на банковских счетах на 31 декабря 2025 года составили \$472.9 млн, что на 3.2% меньше, чем в предыдущем году. Отношение чистого долга к EBITDAR зафиксировалось на уровне 1.80x. Для индустрии, где показатель левериджа в 3.0x–4.0x часто считается нормой, 1.80x свидетельствует о здоровой долговой нагрузке и наличии "подушки безопасности".

Анализ денежных потоков за 2025 год показывает, что компания заработала \$244.42 млн от операционной деятельности (маржа денежного потока 16.81%). Однако в этом же году Air Astana выплатила \$292.15 млн в рамках финансовой деятельности (погашение тела долга, выплаты процентов и лизинговых обязательств за новые самолеты). Эти цифры служат ярким напоминанием инвесторам о том, что авиалинии редко являются генераторами избыточного свободного денежного потока (Free Cash Flow) на этапе бурного роста — каждая заработанная копейка направляется на выплату лизинга за новые лайнеры.

Конкурентные преимущества и защита доли рынка (Economic Moat)

Инвестиционная привлекательность Air Astana во многом базируется на понимании того факта, что Центральная Азия — это не Европа и не США. В развитых экономиках авиация представляет собой кровавый красный океан с гиперконкуренцией, где лоукостеры безжалостно уничтожают маржу сетевых перевозчиков. В Центральной Азии же конкурентная среда более мягкая, а барьеры для входа (регуляторные, логистические и капитальные) остаются высокими.

География как судьба и маршрутная сеть

Стратегическим конкурентным преимуществом группы является само расположение Казахстана. Аэропорты Алматы и Астаны находятся ровно на полпути между растущими экономиками Юго-Восточной Азии/Китая и зрелыми рынками Европы. Ни один конкурент не способен физически переместить свой хаб на это место.

Используя эту географическую ренту, Air Astana выстроила мощную сеть. В 2024-2025 годах группа обслуживала более 107 маршрутов в 22 странах мира. Более того, в одном только 2025 году компания запустила 25 новых маршрутов, сфокусировавшись на азиатском векторе: частота рейсов в Китай была увеличена с 16 до 24 в неделю (с охватом шести городов, включая Гуанчжоу и грядущий Шанхай), а полеты в Индию (Дели, Мумбаи) возросли до 16 раз в неделю. Иностранцы перевозчики, такие как Turkish Airlines, Wizz Air Abu Dhabi, Aeroflot и Ural Airlines, пытаются отвоевать транзитный трафик, но их присутствие ограничено политическими квотами (двусторонними соглашениями об авиасообщении) и отсутствием глубокой фидерной сети внутри самого региона.



Конкурентный ландшафт Центральной Азии

По данным независимых аналитиков, Air Astana Group является абсолютным доминантом макрорегиона. На бренды FlyArystan и Air Astana в совокупности приходится около 29-30% всего кресельного предложения на международных маршрутах из Центральной Азии (15% у FlyArystan и 14% у Air Astana). На внутреннем рынке Казахстана монопольное положение группы еще более выражено: по итогам 2024-2025 годов группа контролировала 68% всего внутреннего трафика.

Главными локальными конкурентами выступают казахстанские авиакомпании SCAT Airlines и Qazaq Air, а также флагман соседней страны Uzbekistan Airways.

- **SCAT Airlines** — частный перевозчик, который позиционирует себя как классическая авиакомпания и активно наращивает флот. Ожидается, что в 2025 году SCAT получит шесть новых узкофюзеляжных лайнеров Boeing 737NG и MAX, а в 2026 году — еще два.
- **Qazaq Air** — региональная государственная компания, которая находится в процессе приватизации и рассматривает возможность отказа от турбовинтовых самолетов (Bombardier Q400) в пользу реактивной техники после привлечения новых инвестиционных партнеров.

Несмотря на активность SCAT и Qazaq Air, им критически не хватает масштаба, узнаваемости бренда за рубежом и транзитной модели хабов, которой обладает Air Astana. Доминирование группы опирается на так называемый сетевой эффект: чем больше маршрутов сходится в Алматы и Астане, тем привлекательнее расписание стыковок для транзитного пассажира, летящего, например, из Пекина во Франкфурт, и тем труднее конкуренту переманить этого клиента.

Топливная эффективность молодого флота

Еще одним элементом "экономического рва" является возраст парка воздушных судов. По состоянию на конец 2025 года флот группы разросся до 62 единиц (34 эксплуатируются Air Astana, 28 — FlyArystan), при этом средний возраст машин составляет всего 6.3 года (и даже меньше, если исключить старые A320ceo, взятые в краткосрочный лизинг для решения проблем с двигателями P&W).

Современные самолеты семейства Airbus A320neo, A321neo и Embraer E190-E2 (последние поэтапно выводятся) потребляют на 15-20% меньше авиакеросина по сравнению с машинами предыдущего поколения. Учитывая, что расходы на топливо и смазочные материалы (Fuel and oil costs) являются крупнейшей статьёй операционных затрат любой авиакомпании (составив \$279.2 млн в 2023 году и \$231.9 млн в 2022 году), эта топливная эффективность дает Air Astana огромное преимущество в структуре себестоимости перед региональными конкурентами, эксплуатирующими старую технику.

Стратегия роста и перспективы (2026–2030 гг.)

Инвестиционный тезис в пользу покупки акций Air Astana строится не на текущей дивидендной доходности, а на агрессивной истории роста. Менеджмент позиционирует компанию на рынке, обладающем колоссальным потенциалом: уровень проникновения авиаперевозок (количество полетов на душу населения) в Казахстане и Центральной Азии исторически находился на очень низком уровне по сравнению с рынками США, Европы или даже Китая. Рост ВВП на душу населения, появление среднего класса и демографический бум в регионе гарантируют структурное увеличение спроса на перелеты в течение следующих 10-15 лет.

Чтобы монетизировать этот спрос, руководство Air Astana утвердило амбициозный план развития флота: увеличение парка с текущих 62 воздушных судов до 86 бортов к 2030 году. При этом стратегическое расширение пойдет по двум кардинально разным векторам.



Пришествие Dreamliner и трансконтинентальные амбиции

Главным катализатором роста премиального бренда Air Astana в ближайшие годы станет ввод в эксплуатацию широкофюзеляжных лайнеров нового поколения. В феврале 2026 года компания финализовала твердые соглашения с корпорацией Boeing на поставку пяти самолетов Boeing 787-9 Dreamliner.

Использование сверхдальних Boeing 787-9 позволит авиакомпании преодолеть текущие географические ограничения и запустить прямые беспосадочные трансконтинентальные рейсы – например, на восточное побережье Соединенных Штатов Америки (Нью-Йорк) или в отдаленные мегаполисы Восточной Азии (Токио, Сингапур). Предлагая пассажирам продукт ультра-премиум класса в бизнес-каютах Dreamliner, Air Astana сможет значительно увеличить свою долю в высокодоходном сегменте дальнемагистральных перевозок. Одновременно с этим, 25 новых узкофюзеляжных машин семейства A320neo, законтрактованных у Airbus, обеспечат необходимый объем провозных емкостей для агрессивного уплотнения маршрутной сетки лоукостера FlyArystan и обновления флота Air Astana на региональных направлениях в следующем десятилетии.

Дипломатия альянсов и код-шеринг

Понимая физическую невозможность отправить свои самолеты во все точки земного шара, менеджмент Air Astana сделал прагматичную ставку на расширение географии через стратегические альянсы. Значимость этого направления подтверждается недавним введением в структуре управления новой должности — вице-президента по партнерствам и альянсам, которую занял Ричард Леджер.

Уже в конце 2025 – начале 2026 года этот подход принес ощутимые плоды. Air Astana подписала масштабные соглашения о совместной эксплуатации рейсов (код-шеринг) с двумя глобальными гигантами — китайской China Southern Airlines и индийской Air India. Эти соглашения работают как мощный мультипликатор трафика: пассажиры из глубоких провинций Китая или Индии теперь могут покупать единый билет на бланках своих национальных перевозчиков и лететь в Европу через хабы Алматы и Астаны на крыльях Air Astana. Таким образом, компания получает доступ к пассажирским потокам крупнейших демографических рынков планеты без необходимости самостоятельно базировать там свои самолеты.

Корпоративное управление

Для оценки долгосрочных рисков инвестирования критически важно понимать, кто стоит у руля компании. 2026 год станет водоразделом в истории Air Astana, так как компания проходит через самую масштабную трансформацию топ-менеджмента с момента своего основания.

Наследие Питера Фостера и приход Ибрагима Жанлиела

Питер Фостер, бессменный генеральный директор (Chief Executive Officer) на протяжении последних 20 лет, покидает свой пост весной 2026 года. Фигура Фостера для казахстанской авиации приобрела монументальный масштаб. Именно под его жестким, прагматичным руководством Air Astana прошла сложнейший путь от скромного регионального стартапа до международно признанного игрока. Фостер провел компанию через мировой финансовый кризис 2008 года, нефтяные шоки, разрушительную пандемию COVID-19, трагические январские события 2022 года в Казахстане и тяжелейший кризис закрытия воздушного пространства России в связи с войной в Украине. Его репутация как кризис-менеджера экстра-класса была одним из столпов уверенности институциональных инвесторов. Уход лидера такого калибра всегда порождает на рынках определенную нервозность и фракционную неопределенность. С апреля 2026 года Фостер переходит на почетную должность старшего советника Совета директоров, где его стратегическое видение будет по-прежнему доступно, но он лишится операционных рычагов управления.

Осознавая риски турбулентности при смене первого лица, Совет директоров сделал абсолютно логичную ставку на институциональную преемственность. С апреля 2026 года кресло CEO официально занимает Ибрагим Жанлиел (Ibrahim Canliel). Это не человек со стороны, а плоть от плоти корпоративной культуры компании. Жанлиел работает в группе Air Astana более 20 лет. Из них 15 лет он руководил всем коммерческим блоком, отвечая за ценообразование, маршрутную сеть и продажи, а с 2017 года занимал важнейшую должность главного финансового директора (Chief Financial Officer, CFO).

Назначение Жанлиела сигнализирует о смене парадигмы: от эпохи "строительства сети и операционного масштабирования" (эпоха Фостера) к эпохе "финансовой оптимизации и извлечения акционерной стоимости". Именно Жанлиел был главным архитектором успешного IPO компании в Лондоне в 2024 году. Он досконально знает юнит-экономику каждого рейса, обладает глубоким пониманием настроений институциональных инвесторов и привык оперировать языком мультипликаторов, маржинальности и доходности на капитал.

Освободившееся место CFO занял Гонсало Пирес (Gonçalo Pires), что должно привнести свежий международный взгляд в управление корпоративными финансами. Дочерним лоукостером FlyArystan продолжит управлять Йохан Эйдхаген (Johan Eidhagen), недавно официально утвержденный в должности Президента и CEO этого подразделения, что гарантирует сохранение агрессивного, независимого ДНК бюджетного перевозчика.

Инвестиционные риски: Навигация в условиях "Идеального шторма"

Авиация — это индустрия, где черные лебеди прилетают с пугающей регулярностью.

Технологическая ловушка: Долгоиграющий кризис Pratt & Whitney

Самый серьезный, осязаемый и трудно прогнозируемый операционный риск на горизонте 2025–2026 годов — это продолжающаяся эпопея с конструктивным дефектом турбовентиляторных двигателей Pratt & Whitney серии PW1100G (GTF). Как было детально разобрано в финансовом разделе отчета, именно 22 незапланированных снятия двигателей (UER) и вынужденный простой до 13 самолетов в пиковый сезон обошлись компании в \$42.3 млн упущенной прибыли EBITDAR в 2025 году и обрушили общую рентабельность.

Проблема заключается в том, что этот кризис не имеет мгновенного решения. Глобальные мощности по ремонту двигателей перегружены. В презентациях менеджмента прямо указано, что компания сохраняет базовое консервативное допущение, согласно которому снятый с крыла двигатель будет находиться в ремонте 18 месяцев. Полтора года простоя для капиталоемкого актива — это колоссальный удар по эффективности.

Для инвесторов риск остается материальным: любой новый сбой в глобальной цепочке поставок запчастей P&W, забастовка на заводах производителя или обнаружение новых дефектов металлургии способны вновь приковать половину флота Air Astana к земле, обрушив показатели RASK/CASK спреда и уничтожив дивидендную базу.

Макроэкономика, инфляция издержек и валютный риск

Бизнес-модель Air Astana подвержена значительному и непрерывному валютному риску (FX risk). Специфика отрасли такова, что подавляющее большинство капитальных и операционных затрат авиакомпании — приобретение новых самолетов, лизинговые платежи, закупка запчастей в долларах или евро, авиационное страхование на международных рынках, обучение пилотов на тренажерах за рубежом — номинированы в твердых валютах. В то же время значительная часть выручки (особенно тарифы внутреннего лоукостера FlyArystan и билеты на рейсы внутри Казахстана под брендом Air Astana) генерируется в национальной валюте, казахстанском тенге.

Любая резкая девальвация тенге по отношению к доллару США автоматически приводит к немедленному сужению операционной маржи, поскольку доходы обесцениваются, а долларовые обязательства возрастают. Менеджмент регулярно фиксирует негативное влияние ослабления местной валюты на показатель RASK, номинированный в долларах США. Спасательным кругом здесь служит "естественный хэдж" (natural currency hedge) — целенаправленное наращивание доли международных рейсов, билеты на которые продаются за твердую валюту, что балансирует денежные потоки.

Дополнительным макроэкономическим риском является хроническая инфляция издержек. В 2022-2023 годах компания пережила беспрецедентный рост расходов на заработную плату летного и технического состава из-за общенациональной инфляции в Казахстане (достигшей максимумов за 12 лет) и глобального дефицита квалифицированных кадров. Если этот тренд продолжится, показатель CASK будет неумолимо ползти вверх, съедая маржу быстрее, чем компания успеет повышать тарифы.

Геополитика и волатильность цен на энергоресурсы

Геополитический ландшафт Евразии остается взрывоопасным. Закрытие огромного воздушного пространства над Россией и Украиной, а также периодические резкие обострения и закрытие небесных коридоров на Ближнем Востоке требуют от диспетчеров Air Astana постоянного пересмотра маршрутов. Облет закрытых зон неизбежно увеличивает полетное время. Каждый лишний час в воздухе — это дополнительно сожженные тонны авиакеросина, повышенный износ дорогостоящих узлов самолета, переработки экипажей и общее снижение коэффициента оборачиваемости активов (asset utilization).

Топливный риск также остается значительным. Расходы на авиакеросин составляют критическую долю в себестоимости. Потенциальная нехватка авиатоплива на внутреннем рынке Казахстана или резкий скачок мировых котировок на нефть марки Brent в случае обострения конфликтов способны свести рентабельность к нулю. Хотя группа старается управлять этим риском через прямые переговоры с казахстанскими НПЗ и хеджирует свои объемы международных закупок финансовыми деривативами (топливными колл-опционами, price protection call options), стопроцентной защиты от нефтяных шоков в авиации не существует.

Новым беспрецедентным шоком для операционной деятельности компании стала разразившаяся в начале 2026 года война в Иране, которая привела к масштабному закрытию воздушного пространства в регионе. Из-за резкой эскалации конфликта Air Astana была вынуждена экстренно отменить все рейсы в ближневосточном направлении, включая маршруты из Алматы и Астаны в Дубай, Доху и Медину. Некоторые самолеты приходилось разворачивать или перенаправлять в альтернативные аэропорты (например, в Дели) прямо в воздухе. Впоследствии руководство официально продлило полную приостановку регулярных рейсов в Дубай вплоть до конца апреля 2026 года, предлагая пассажирам возврат средств или перебронирование. Этот конфликт не только парализовал часть высокодоходных южных маршрутов, но и спровоцировал новый виток топливного кризиса: в марте 2026 года цены на очищенное авиатопливо резко взлетели на фоне перебоев с поставками с Ближнего Востока. Для Air Astana текущая геополитическая ситуация является серьезнейшим стресс-тестом, способным оказать существенное давление на операционную маржинальность текущего года.

Оценка акций

Учитывая тяжелый для чистой прибыли 2025 год и фундаментальную капиталоемкость отрасли, оценка акций Air Astana Joint Stock Company (LSE: AIRA) требует глубокого погружения в мультипликаторы и ожидания рынка, а не просто слепого доверия к дивидендной доходности. На начало апреля 2026 года глобальные депозитарные расписки (ГДР) компании на Лондонской фондовой бирже торговались в узком диапазоне \$5.80 – 5.88 за бумагу, при 52-недельном диапазоне от \$5.22 до \$7.16. Капитализация компании оценивается примерно в \$476–544 млн.

Мультипликаторы:

Сравнение Air Astana с крупными американскими авиакомпаниями

Метрика	Air Astana	Delta (DAL)	United (UAL)	American (AAL)	Southwest (LUV)
Market Cap	\$500M	~\$37B	~\$33B	~\$7.6B	~\$17B
Enterprise Value	\$1.08B	~\$60B	~\$52B	~\$36B	~\$18B
Revenue (TTM)	\$1.45B	~\$62B	~\$58.4B	~\$54.3B	~\$27.6B
EBITDA (TTM)	\$317.9M	~\$6.86B	~\$8.38B	~\$4.5B	~\$2.54B
EV / EBITDA	3.4x	8.72x	6.17-6.83x	7.97x	7.05x
EV / Revenue	0.74x	~0.97x	~0.9x	~0.66x	0.65x
Net Debt / EBITDA	1.82x	~5x	~3.5x	~6x	~2x
Net Margin	0.9%	7.36%	5.64%	~1%	~1%

По ключевым мультипликаторам Air Astana выглядит существенно дешевле американских аналогов: EV/EBITDA 3.4x против медианы US-сектора ~7.5x — это дисконт более 50%. EV/Revenue 0.74x находится примерно на уровне American и Southwest, но при этом операционная рентабельность Air Astana заметно выше — EBITDAR margin 22.1% против 9-14% у US carriers. Баланс также здоровее: Net Debt/EBITDA 1.82x против 3.5-6x у большой тройки.

На бумаге это выглядит как классическая value-возможность: компания зарабатывает больше с каждого доллара выручки и меньше закредитована, при этом стоит в два раза дешевле. Однако дисконт отражает реальные структурные риски, которые делают прямое сравнение мультипликаторов некорректным.

Что оправдывает дисконт:

Во-первых, EM-премия за риск. Казахстан — развивающийся рынок с волатильной валютой; девальвация тенге в 2025 году напрямую съела \$18.4M EBITDAR. Американские перевозчики оперируют в долларовой экономике и таких потерь не несут.

Во-вторых, геополитика. Закрытие российского воздушного пространства, ограничения на ближневосточных маршрутах, зависимость от транзитных потоков между Азией и Европой — всё это создаёт операционные риски, которых нет у американских компаний.

В-третьих, ликвидность. Свободное обращение акций ограничено (Самрук-Казына 41%, BAE 16.95%), компания торгуется на KASE/AIX/LSE с минимальным покрытием институциональных инвесторов. Капитализация \$500M слишком мала для крупных глобальных фондов — это может срезать 20-30% от справедливой оценки.

В-четвёртых, концентрация на одном поставщике двигателей. Pratt & Whitney UER issue будет давить на финансовые результаты как минимум до 2028 года — компания сама указала, что в 2025 потеряла \$42.3M EBITDAR из-за вынужденных простоев.

В-пятых, размер и масштаб. Air Astana — региональный игрок без диверсификации по географии и бизнес-моделям. Delta и United могут перебрасывать капитал между сегментами, использовать хеджирование более эффективно, имеют доступ к дешёвому долговому финансированию. У Air Astana таких опций гораздо меньше.



Дивидендная политика: Компенсация за риск

Важнейшим аргументом для инвесторов, готовых удерживать эти акции в периоды турбулентности, является щедрая, прозрачная и прагматичная дивидендная политика компании. Наблюдательный совет Air Astana понимает, что инвесторам на развивающемся рынке нужна премия за страновой и отраслевой риск.

По итогам 2024 года Air Astana впервые в своей истории выплатила дивиденды акционерам. Общее собрание акционеров утвердило распределение 19.1 млрд тенге из консолидированной чистой прибыли 25.5 млрд тенге, что составило 53.7 тенге на одну простую акцию (214.8 тенге на GDR из четырёх акций). Выплата была структурирована как комбинация регулярного дивиденда (6.3 млрд тенге, или 17.7 тенге на акцию) и специального дивиденда (12.8 млрд тенге, или 36.0 тенге на акцию), отражающего сильные финансовые результаты 2024 года и устойчивый баланс компании.

Дата закрытия реестра — 24 июня 2025 года, выплаты начались 25 июня. При текущих котировках это даёт дивидендную доходность около 6.5–7%, что выглядит привлекательно по меркам глобального авиасектора. Одновременно с объявлением дивидендов Совет директоров утвердил новую дивидендную политику, предусматривающую распределение 30–50% годовой консолидированной чистой прибыли — заметно выше прежнего ориентира «до 20%», установленного при IPO.

Важная оговорка: текущая доходность отражает преимущественно специальный (разовый) компонент. Учитывая, что чистая прибыль за 2025 год снизилась до \$13.6 млн против \$49.4 млн в 2024 году под давлением проблем с двигателями Pratt & Whitney и валютных потерь, сопоставимая выплата по итогам 2025 маловероятна. Реалистичная доходность на горизонте ближайших 1–2 лет, скорее всего, окажется существенно ниже — в диапазоне 1.5–3%, пока компания не преодолеет операционные ограничения и не выйдет на прежние уровни прибыльности.

Заключение

Air Astana — качественный актив в сложной макросреде, и это явно не история для консервативных инвесторов или спекулянтов. Авиаотрасль остаётся капиталоемкой, маржа постоянно под давлением геополитики, цен на нефть и проблем с надёжностью двигателей. Но институциональный фундамент, выстроенный менеджментом за 20+ лет, выглядит прочно: стратегия двойного бренда позволяет одновременно зарабатывать на премиальном сегменте через Air Astana и захватывать массовый рынок Центральной Азии через FlyArystan, а географическое положение хабов в Алматы и Астане — структурное преимущество, которое физически нельзя скопировать.

Провал чистой прибыли в 2025 году — следствие технического форс-мажора с двигателями Pratt & Whitney, а не деградации бизнеса. В условиях, когда пятая часть флота была заземлена, компания всё равно нарастила выручку на 11.4% до \$1.45 млрд, удержала загрузку 82.7% и за счёт перераспределения маршрутов подняла RASK на 9.8% в Q4. Это говорит о реальной эластичности бизнес-модели и качестве ценообразования.

Смена CEO весной 2026 года, скорее всего, пройдёт спокойно: Ибрагим Жанлиел — финансист, лично выстроивший текущую экономическую модель группы и проведший её через IPO в Лондоне. Если новой команде удастся удержать CASK под контролем по мере решения проблем с ремонтом двигателей и получения новых Airbus A320neo и Boeing 787-9, у компании есть реальный шанс выйти на новые уровни рентабельности к 2028–2029 годам.

Для долгосрочного инвестора, готового принять цикличность отрасли и временные провалы маржи, акции AIRA дают редкую возможность купить долю в структурно растущем региональном лидере с разумным дисконтом к справедливой стоимости. Главное — понимать, что это ставка на 3–5 лет, а не на ближайший квартал, и что путь к нормализации будет неровным.



TENİZ 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. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

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

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment