



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Пари на логотип. И на выживание

Пост выходного дня от Teniz Capital

norwegian ✈

BRITISH AIRWAYS



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.

Пари на логотип. И на выживание

Пост выходного дня от Teniz Capital

Вчера в Майами Англия обыграла Норвегию 2:1 в дополнительное время и вышла в полуфинал чемпионата мира. Но самый обсуждаемый матч недели прошёл не на поле, а в Instagram — между двумя авиакомпаниями.

За несколько дней до игры Norwegian Air публично бросила вызов British Airways: проигравшая сторона на один день меняет свою аватарку в Instagram на логотип соперника. British Airways ответила коротко: «Не заключайте пари, которые не можете выиграть». Пари состоялось — с «рукопожатием», доставленным в штаб-квартиру БА, совместным роликом и комментариями от American Airlines, Finnair и Malaysia Airlines. Первый же пост Norwegian собрал более 112 тысяч лайков — на порядки выше обычной вовлечённости авиакомпании. Сегодня на аватарке Norwegian красуется логотип British Airways. Маркетинг, который не стоил ни цента, — и который невозможно купить за деньги.

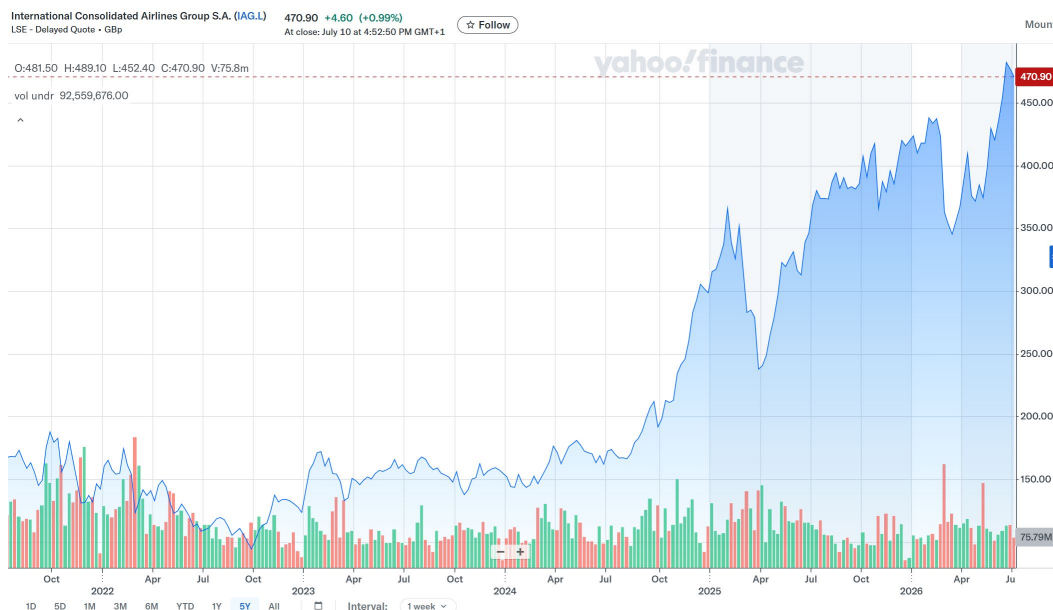
Но мы в Teniz Capital смотрим на это пари глазами инвестора. Потому что за смешной перепиской стоят две публичные компании с очень разными судьбами — и обе по-своему интересны.

British Airways: часть империи IAG

British Airways — не самостоятельный эмитент акций, а «коронный актив» холдинга International Consolidated Airlines Group (IAG, листинг в Лондоне и Мадриде), куда также входят Iberia, Vueling, Aer Lingus и программа лояльности Avios. Капитализация — около 20 млрд фунтов, акции торгуются в районе 455–475 пенсов при 52-недельном диапазоне 333–493.

Что видит стоимостной инвестор? P/E около 7,5–8. Первый квартал 2026 года: выручка 7,18 млрд евро (+1,9%), операционная прибыль +77% год к году, чистый долг 4,2 млрд евро при левверидже всего 0,5x EBITDA и ликвидности 12,7 млрд евро. Для сравнения: десять лет назад авиакомпания с таким балансом казалась фантастикой.

Цена на акции International Consolidated Airlines Group



По долговой части история ещё показательнее. В 2024 году Moody's вернула IAG инвестиционный рейтинг (Baa3), подняв его сразу с Ba2, — редкий случай двухступенчатого апгрейда. В сентябре 2025-го группа разместила senior-облигации на 500 млн евро уже без гарантий операционных «дочек». Компания, которая в 2020 году боролась за выживание, сегодня занимает как нормальный investment-grade эмитент.

Главный риск очевиден и нам в Казахстане особенно близок: топливо. Война в Персидском заливе и закрытие Ормузского пролива ударили по керосину — IAG заложила в бюджет около 9 млрд евро на топливо в этом году и захеджировала примерно 70% потребности до конца 2026-го. В мае компания предупредила о снижении прибыли, акции падали до 366 пенсов, затем отскочили на новостях о мирном процессе между США и Ираном. Квартальный отчёт — 31 июля. Авиация остаётся ставкой с двумя переменными: спрос и нефть.

Norwegian: из клинической смерти — к первым дивидендам

История Norwegian Air Shuttle (тикер NAS, Осло) — готовый учебник по реструктуризации. Амбициозный лоукостер, который пытался дешево летать через Атлантику на Dreamliner'ах, к 2021 году прошёл через процедуру банкротства, срезал дальнемагистральный бизнес, вернул самолёты лессорам и сжался до короткого «нордического» контура. Норвежское государство конвертировало часть антиковидного спасательного кредита в долю 6,37%.

И вот результат дисциплины: рекордный в истории компании операционный результат за 2025 год — EBIT 3,7 млрд норвежских крон. В 2025 году — первые дивиденды за 23 года существования (NOK 0,90 на акцию), за 2025-й предложено ещё NOK 0,80 при payout около 31–65% в зависимости от базы расчёта. Летом 2025-го компания даже реализовала defeasance-опцию по своему бескупонному бонду с погашением в сентябре 2026 года — освободившись от ковенантов, включая запрет на дивиденды. Символический момент: облигация, рождённая реструктуризацией, перестала связывать компании руки.

Акции Norwegian Air Shuttle



Акции при этом стоят около 13,7–14 крон — P/E порядка 5–6, капитализация всего 14–17 млрд крон, дивидендная доходность по трейлингу двузначная. Дешево? Формально да.



Но рынок помнит: у авиакомпаний низкий мультипликатор — это не подарок, а плата за цикличность, высокий долг и операционный рычаг. Первый квартал 2026-го Norwegian, как обычно сезонно, закрыла с убытком (хотя вдвое меньшим, чем год назад), отчёт за второй квартал — уже 14 июля.

Мораль выходного дня

Пари на логотип не стоило акционерам ни ВА, ни Norwegian ни копейки, а внимания принесло больше, чем иные рекламные бюджеты. Но настоящее пари в авиации — другое: кто переживёт цикл. Баффет когда-то шутил, что дальновидный капиталист должен был сбить братьев Райт ещё на Китти-Хок — столько денег индустрия сожгла за век. Пост-ковидная авиация выглядит иначе: дисциплина по мощностям, ремонт балансов, возврат к investment grade у одних и первые дивиденды у других.

Англия идёт в полуфинал. Norwegian вернёт свой логотип завтра. А вот single-digit P/E, топливный хедж и Ормузский пролив останутся с инвесторами надолго.



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

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

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Костанай, пр. Абая, 101,
ЖК Жана Кала

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

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz