

Глобалтранс

Бенефициар восстановления ЭКОНОМИКИ

7 ИЮНЯ 2023



Глобалтранс: бенефициар восстановления экономики

Мы считаем депозитарные расписки Глобалтранса хорошей инвестиционной ставкой на рынок железнодорожных перевозок, который станет бенефициаром ожидающегося восстановления экономики России в 2023 году.

- По размеру парка в оперировании компания занимает четвертое место среди операторов подвижного состава в России (примерно 5% от общероссийского парка).
- По нашим оценкам, грузооборот по сети РЖД в 2023 году увеличится на 3% на фоне роста промышленного производства. Это положительно скажется на железнодорожных перевозчиках, включая Глобалтранс.
- Несмотря на снижение в 2023 году, ставки аренды все еще относительно высокие, что позволит Глобалтрансу сохранить хорошую рентабельность по EBITDA.
- У Глобалтранса низкий коэффициент порожнего пробега и оптимальное сочетание вагонов в собственности и лизинге.
- Бизнес Глобалтранс хорошо диверсифицирован по отраслям, что обеспечивает ему устойчивость в условиях экономических спадов.
- Компания торгуется с коэффициентом 1,7 по EV/EBITDA, что более чем в два раза ниже среднего за последние пять лет.
- Мы ожидаем, что рост грузооборота на железнодорожных сетях и сохранение относительно высоких ставок на полувагоны и цистерны в 2023 году, а также меры, принимаемые менеджментом в целях оптимизации логистики и минимизации порожнего пробега, окажут положительное влияние на финансовые показатели компании.
- Потенциал роста стоимости ГДР Глобалтранса составляет около 15%. Целевая цена, которая представляет собой среднее оценок, полученных методами ДДП и дисконтирования дивидендов (предполагается что компания возобновит выплату дивидендов в 2024 году), – 530 руб./ГДР.
- В то же время аналитики SberCIB Investment Research считают, что интерес портфельных инвесторов к компании может быть ограничен, если не будет замечен прогресс в плане возобновления дивидендных выплат.

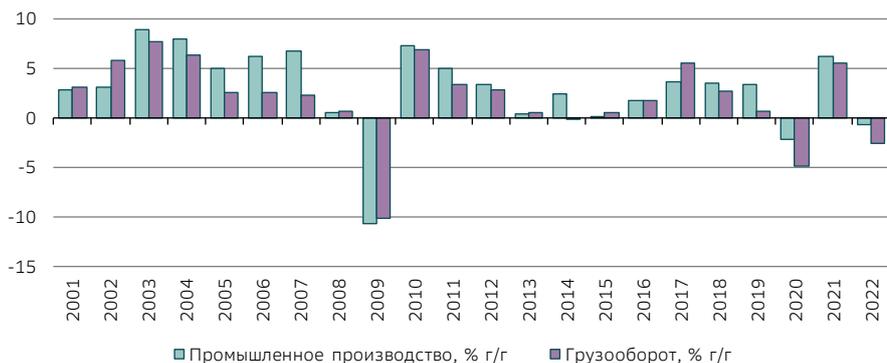
Рынок железнодорожных перевозок в России

Третья по протяженности железнодорожная сеть в мире. Длина железнодорожных путей в России составляет 85 тыс. км. Таким образом, российская сеть железных дорог является третьей в мире по протяженности после США (293 тыс. км) и Китая (124 тыс. км). Железнодорожные дороги имеют стратегическое значение для российской экономики и перевозки грузов.

Железнодорожный транспорт является основным в стране. На долю железных дорог приходится около 87% общего грузооборота страны (без учета трубопроводного транспорта), или около 43%, включая трубопроводный транспорт. Основными причинами такого лидирующего положения железнодорожного транспорта в структуре грузоперевозок РФ являются географическое положение страны (достаточно большие расстояния, которые отделяют производителей от потребителей), все еще недостаточно развитая инфраструктура для осуществления перевозок другими видами транспорта, а также климат. Последнее препятствует использованию, например, речного транспорта в зимний период. Отметим также, что в структуре экспортных грузоперевозок значительную долю составляют строительные материалы, уголь, металлы и удобрения, а их преимущественно перевозят железнодорожным транспортом. Помимо этого, сравнительно более низкие цены на железнодорожные перевозки на дальние расстояния служат дополнительным фактором привлекательности данного вида транспортировки по сравнению с другими.

Грузооборот зависит от макроэкономических факторов. Объемы грузоперевозок в целом определяются динамикой промышленного производства в России, однако повторяют ее с небольшим отставанием (см график ниже). Наибольший спад в грузообороте за последние 20 лет наблюдался в 2009 году, когда после падения промышленного производства более чем на 10% значительно сократился и грузооборот.

Грузооборот отражает динамику промышленного производства, г/г в %



Источник: Росстат, расчеты SberCIB

Россия занимает третье место в мире по протяженности железных дорог

Страна	Протяженность, км
1 США	293 564
2 Китай	124 000
3 Россия	85 500
4 Индия	67 368
5 Канада	46 552
6 Германия	43 468
7 Франция	40 000
8 Австралия	38 445
9 Аргентина	36 966
10 ЮАР	31 000

Источник: карты России

Наиболее важные железные дороги в России

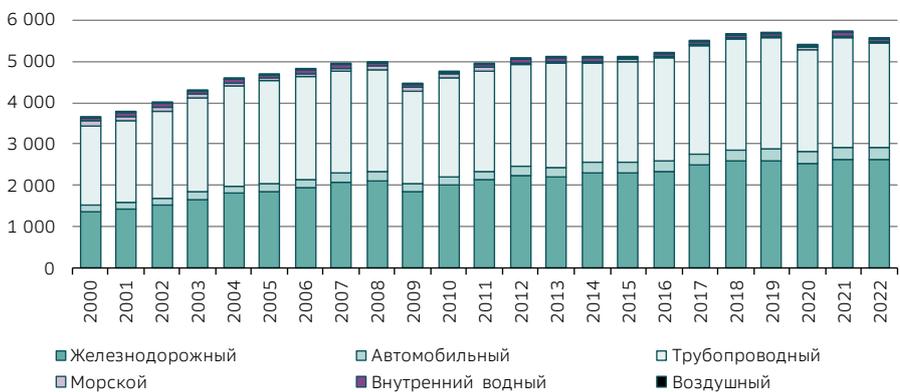


Источник: карты России

Среднегодовой рост объема грузовых ж/д перевозок исторически был выше, чем в целом по сектору. По нашим оценкам, среднегодовой рост грузооборота в 2010–2022 годах составил 1,3%, а без учета трубопроводного транспорта – 2,1%, в то время как промышленное производство росло в среднем на 2,9% в год. При этом объем грузоперевозок по ж/д путям показывал среднегодовой рост 2,3% – выше, чем совокупный грузооборот.

Грузооборот ж/д транспорта в прошлом году практически не снизился. Вследствие экономического спада промышленное производство в 2022 году сократилось на 0,6%, а грузооборот – на 2,6%. При этом в железнодорожном сегменте объем грузоперевозок снизился только на 0,1% – это лучше, чем в сегментах речного и воздушного транспорта, и значительно лучше показателя трубопроводного транспорта (минус 5,2%). В то же время лучшую динамику грузооборота в прошлом году показал автомобильный сегмент – плюс 2%.

Динамика грузооборота по сегментам, млрд ткм

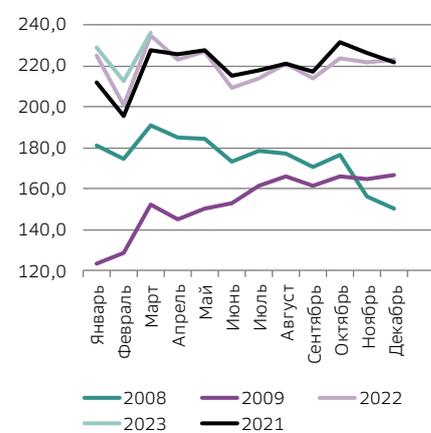


Источник: Росстат

В 2023 году ожидаем роста общего грузооборота на фоне умеренного подъема промышленного производства. В 1К23 промышленное производство в России снизилось на 0,9% г/г, а общий грузооборот – на 2%, что связано по большей части с сокращением трубопроводного грузооборота. При этом в сегменте грузовых ж/д перевозок был зафиксирован рост на 3% г/г (см. график), что отчасти обусловлено переориентацией грузопотоков на восток. По итогам текущего года аналитики SberCIB Investment Research прогнозируют умеренный рост промышленного производства на 1%, что вкупе с увеличением средней дальности перевозки грузов окажет положительное влияние на грузооборот в стране. По нашим оценкам, грузооборот ж/д транспорта в 2023 году вырастет на 3% до 2,7 трлн ткм на фоне ожидающегося роста погрузки на сети РЖД на 0,5% и увеличения средней дальности перевозок. Эти оценки учитывают последние позитивные тренды в погрузке угля и стройматериалов, умеренно оптимистичный прогноз промышленного производства, а также дальнейшее увеличение средней дальности перевозки грузов.

В долгосрочной перспективе рост грузооборота составит 1–2% в год. Совокупный объем грузоперевозок и объем ж/д грузоперевозок в долгосрочной перспективе, по нашим оценкам, будут расти ежегодно соответственно на 1–2% и 2–3%, то есть темпами, примерно совпадающими

Помесячная динамика грузооборота ж/д транспорта, млрд ткм



Источник: Росстат

со среднеисторическими. Этому будут способствовать улучшающиеся макроэкономические условия в стране и расширение железнодорожной сети на востоке.

Основные грузы ж/д транспорта – уголь, нефтепродукты, нефть и металлургическая продукция. Значительный объем железнодорожных грузоперевозок в России приходится на уголь (энергетический и коксующийся), нефтепродукты и нефть, металлы, руды и строительные материалы. Так, в 2022 году в России угольные грузы составили 29% от общего объема перевозок, а нефтепродукты и нефть – 17%. При этом железнодорожным транспортом, как правило, перевозятся различные нефтепродукты, а для транспортировки нефти в основном используются трубопроводы. Около 17% объемов погрузки в отрасли в 2022 году пришлось на металлургические грузы (включая черные металлы, металлолом и руды), а на строительные материалы (включая цемент) – 13%.

Железнодорожный парк в России представлен преимущественно полувагонами и цистернами. На конец декабря 2022 года парк подвижного состава насчитывал 1,3 млн единиц и в основном состоял из универсальных и различных типов специализированных вагонов. Самый распространенный тип подвижного состава в России – полувагоны (около 48% общего парка), которые могут быть использованы для перевозки разных видов грузов. Вторым по распространенности типом подвижного состава являются цистерны, они предназначены для перевозки жидких и газообразных грузов и используются для перевозки нефтепродуктов и нефти. На цистерны приходится около 20% общего парка. Остальные 32% – это прочие типы вагонов, включая платформы и хопперы. Так, платформы используются в основном для перевозки контейнеров по железным дорогам, а хопперы – для перевозки, например, цемента, удобрений и зерна. Ниже мы изображены два основных типа вагонов, которые используются в России.



Источник: СтройТех



Источник: СтройТех

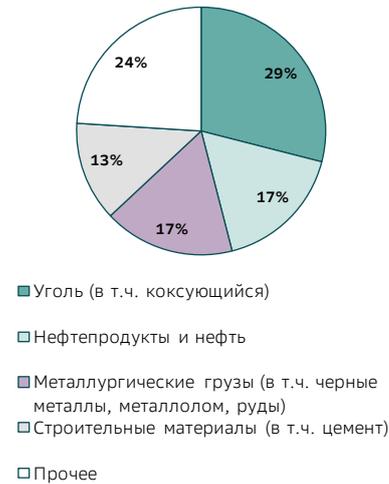
Высокая конкуренция в отрасли – около 90% всего парка приходится на независимые компании. Отметим, что на долю независимых компаний в России в 2021 году, по данным Глобалтранса, приходилось 88% всего вагонного парка в стране против 50% в конце 2005 года.

Ставки аренды вагонов в отрасли. Тариф на услуги железнодорожных перевозок складывается из нескольких составляющих: локомотивная, инфраструктурная и вагонная. На последнюю приходится около 30% об-

Что такое тонно-километр?

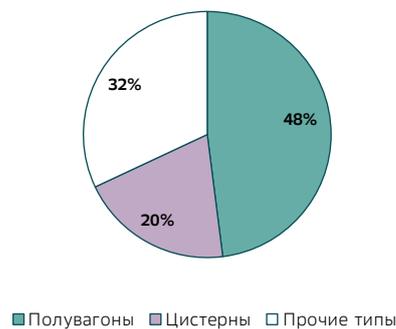
1 тонно-километр – это груз массой 1 тонна, который перевозится на расстояние 1 километр.

Структура ж/д грузооборота, (2022 год)



Источник: компания

Основной подвижной состав в России – полувагоны и цистерны



Источник: компания

щего тарифа. Тарифы на услуги Глобалтранса и других компаний-операторов не регулируются, за исключением таких сегментов, как использование локомотивов и инфраструктуры, которые предоставляются компанией «Российские железные дороги» (РЖД). Государственная компания «РЖД» сохраняет монополию на железнодорожную инфраструктуру в стране и является крупнейшим собственником магистральных локомотивов. Однако регуляторная среда обеспечивает сторонним компаниям-операторам одинаковые права доступа к железнодорожной инфраструктуре.

Тенденции изменения ставок на аренду полувагонов и цистерн.

Спотовые ставки аренды полувагонов с октября 2022 года выросли на 17% и превысили 2 400 руб./сут (по данным RailCommerce). Этому способствовало восстановление объемов погрузки угля и более быстрый рост погрузки стройматериалов в конце 2022 года и начале 2023, а также удлинение маршрутов перевозки. Аналитики SberCIB Investment Research считают, что на фоне увеличения парка вагонов ставки снизятся до 1 850 руб./сут к концу нынешнего года. При этом в среднем за 2023 год ставки останутся высокими – около 2 200 руб./сут, что лишь на 15% ниже, чем в 2022 году.

Ставки аренды полувагонов (руб./сут)



Источник: SberCIB, RailCommerce

Описание компании

Глобалтранс – одна из крупнейших в России компаний в сфере грузовых ж/д перевозок на территории России и стран СНГ.

Наш взгляд на акции Глобалтранс – умеренно позитивный, однако потенциал дальнейшего роста зависит от возобновления выплаты дивидендов. Среди положительных факторов для финансовых показателей компании мы видим сохранение благоприятной ценовой конъюнктуры в сегменте полувагонов и цистерн и рост грузооборота на ж/д транспорте в 2023 году. Высоколиквидные бумаги Глобалтранса являются одной из немногих привлекательных инвестиционных ставок на рост сегмента железнодорожных перевозок в 2023 году. Отметим также, что расписки компании торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2023o, равным 1,7, что более чем вдвое ниже среднего за последние пять лет. В то же время аналитики SberCIB Investment Research считают, что интерес портфельных инвесторов к компании может быть ограничен, если не будет замечен прогресс в плане возобновления дивидендных выплат. С начала года бумаги Глобалтранса подорожали уже более чем на 50%, и, по оценке аналитиков SberCIB Investment Research, потенциал их дальнейшего роста составляет около 15%. Аналитики рассчитывают целевую цену исходя из средних оценок, полученных по методу ДДП и дисконтированных дивидендных потоков, и закладывают в модель компании сценарий возобновления дивидендных выплат в 2024 году.

Тикер	GLTR
Текущая цена, руб.	463
Рын. кап., млн руб.	79 040
Чистый долг, млн руб.	4 600
EV, млн руб.	83 640
EV/EBITDA 2023o	1,7
Целевая цена, руб.	530
Потенциал роста, %	15%



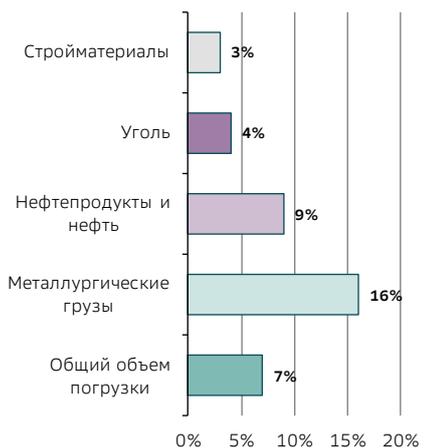
Источник: данные компании

Основные финансовые и операционные показатели Глобалтранса

Значимая доля на рынке. В 2022 году доля Глобалтранса составляла 7% в общем объеме погрузки на сети РЖД. По типам грузов: 16% в сегменте перевозки металлургических грузов, 9% – в нефтяном сегмент и 4% – в угольном (включая коксующийся уголь).

Высокая диверсификация по грузовым вагонам и цистернам, наличие собственных локомотивов. На конец 2022 года собственный парк Глобалтранса насчитывал 66 115 вагонов, из них 69% составляли полувагоны/гондолы (предназначены для перевозки массовых грузов, включая металлы, руду, уголь, строительные материалы), 28% – цистерны (используются для перевозки жидких грузов, включая нефть и нефтепродукты, химические вещества, сжиженный газ), 2% – платформы и 0,1% – локомотивы.

Доля Глобалтранса в общем объеме погрузки на сети РЖД по типам грузов, 2022 (%)



Источник: компания

Уголь и металлургические грузы приносят компании Глобалтранс примерно 70% чистой выручки



Источник: данные компании

У Глобалтранса три основных сегмента бизнеса. На металлургические грузы, уголь, а также нефтепродукты и нефть, по данным за 2022 год, приходилось соответственно 41%, 30% и 15% общей чистой выручки компании.

Почти 60% чистой выручки – за счет сервисных контрактов. В прошлом году на сервисные контракты пришлось 59% чистой выручки компании. Это контракты с клиентом на обслуживание с первоначальным сроком свыше одного года, которые предусматривают обязательство перевозить определенное количество грузов. Данный сегмент – сильная сторона бизнеса компании.

Большая часть вагонов находится в собственности. Общий парк вагонов Глобалтранс на конец декабря 2022 года составлял 66 115 единиц (около 5% от всего подвижного состава в России). Около 94% вагонов находится в собственности компании, а 6% – в лизинге.

Молодой парк вагонов – меньшие расходы на поддержание. Средний возраст вагонов – 14,5 года, в то время как срок эксплуатации составляет 22 года для гондол и 32 года для цистерн.

Низкий коэффициент порожнего пробега позволяет показывать высокую рентабельность. Глобалтранс имеет относительно низкий коэффициент порожнего пробега – 41% по сегменту полувагонов, и 46% – по всем типам вагонов. Это является сильной стороной бизнеса компании. Коэффициент порожнего пробега был чуть выше в 2020 году в связи с пандемией, но не поднимался значительно выше 50%, если учитывать все типы вагонов.

Низкая долговая нагрузка компании. Чистый долг Глобалтранса на конец 2022 года составлял 4,6 млрд руб., что предполагает коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» в 2022 году на уровне 0,1.

Финансовые результаты и прогнозы

Сильные финансовые результаты за 2П22. Скорректированная ЕБИТДА и чистая прибыль превысили прогнозы аналитиков SberCIB Investment Research. В то же время эти показатели были ниже, чем в 1П22 из-за коррекции ставок на полувагоны. Доходы от перевозки нефтепродуктов оказались выше, чем предполагали аналитики, а денежные затраты (на ремонт и персонал) – ниже. Результаты за 2П22 отразили благоприятную ценовую конъюнктуру в сегменте нефтепродуктов. Спотовые ставки на аренду цистерн за период выросли на 12% (из-за удлинения маршрутов перевозки в этом сегменте на сети РЖД возникла нехватка цистерн, несмотря на падение объемов), в связи с чем выручка компании в расчете на цистерну за 2П22 повысилась на 17% п/п.

Ожидаем снижения выручки и ЕБИТДА соответственно на 3% и 12% по итогам 2023 года, но все еще высокой рентабельности. По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, выручка Глобалтранса в 2023 году снизится на 3% на фоне коррекции ставок на полувагоны, несмотря на рост грузооборота компании и увеличение средней дальности

Что такое чистая (скорректированная) выручка?

Это выручка за вычетом платежей за инфраструктуру и локомотивы, которые компания отчисляет сторонним организациям.

Низкий коэффициент порожнего пробега



Источник: компания

Что такое коэффициент порожнего пробега?

- это один из главных показателей для ж/д перевозчиков, обозначает движение состава без груза.

перевозки. При этом операционные расходы увеличатся на 10%, и аналитики ожидают снижения EBITDA на 12% в 2023 году. Тем не менее рентабельность по EBITDA в нынешнем году останется высокой – 53%.

Дивиденды: выплаты пока приостановлены. На текущий момент выплата дивидендов еще не возобновлена ввиду технических ограничений в отношении перечисления денежных средств в холдинговую компанию, которая имеет регистрацию на Кипре. В 2022 Глобалтранс заявлял о планах по редомициляции, однако подробностей пока нет. До 2022 года дивидендная политика Глобалтранса подразумевала четкую формулу выплаты дивидендов в процентах от свободного денежного потока, в зависимости от коэффициента долговой нагрузки (см. таблицу справа).

Двойной листинг ГДР. Глобальные депозитарные расписки (ГДР) Глобалтранса имеют листинг на Лондонской фондовой бирже (тикер: GLTR) с мая 2008 года и на Московской бирже (тикер: GLTR) с октября 2020 года.

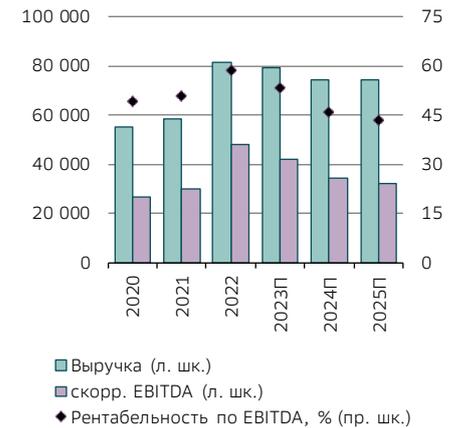
Риски

Страновой риск. На текущий момент прямых санкций в отношении Глобалтранса нет. Компания ведет бизнес преимущественно в России. Около 5% парка вагонов заблокировано на территории Украины.

Падение ставок на аренду вагонов. Бизнес компании чувствителен к изменению ставок аренды вагонов: если средняя ставка аренды полувагона и цистерны уменьшится на 5% в 2023 году, чистая выручка и EBITDA компании снизятся примерно на 5% и 9% соответственно.

Сокращение промышленного производства. Бизнес компании зависит от макроэкономической конъюнктуры. В случае падения промышленного производства грузооборот уменьшится.

Выручка, EBITDA за последние 5 лет и прогноз 23-24, справа EBITDA margin, %



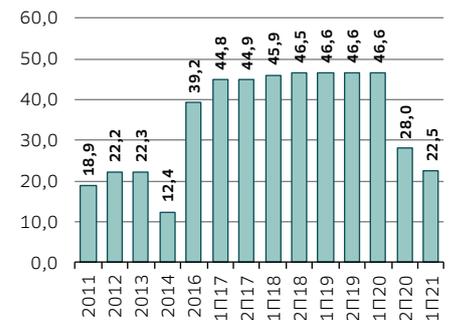
Источник: компания

Дивидендная политика компании

Долговая нагрузка (Чист. долг/ скорр. EBITDA)	Дивиденды, % от СДП, приходящегося на акционеров
Менее 1,0x	Не менее 50%
От 1,0 до 2,0	Не менее 30%
2,0 или выше	0% или более

Источник: компания

Динамика дивидендов (руб. на GDR)



Источник: компания

Ограничение ответственности

