

ДВМП

Разворот на восток



ДВМП

Ставка на развитие торговли с азиатским регионом

- В 2022 году макроэкономическая ситуация в России значительно ухудшилась, в основном из-за политических и экономических факторов. В связи с этим контейнерные перевозки в России по итогам 1П22 сократились. Однако в 2П22 ожидаемое восстановление импорта может придать импульс роста контейнерным перевозкам, особенно на Дальнем Востоке.
- Краткосрочным драйвером роста (на горизонте трех месяцев) ДВМП может послужить финансовый отчет компании за 1П22. Контейнерооборот ДВМП в 1П22 снизился на 5% г/г, однако ставки фрахта на мировом рынке за тот же период выросли на 84%. В связи с этим можно ожидать высоких финансовых результатов за 1П22 по МСФО.
- В среднесрочной перспективе (от 3 до 12 месяцев) сохраняются риски снижения ставок фрахта. Однако оно будет отчасти компенсироваться восстановлением товарооборота в 2П22, прежде всего импорта.
- В долгосрочной перспективе (от 12 месяцев) ДВМП сохраняет потенциал роста за счет расширения бизнеса. Благодаря большим капиталовложениям компания может стать логистическим хабом для перспективного направления торговли с Азией. Кроме того, разрешение корпоративного конфликта может способствовать росту инвестиционной привлекательности акций ДВМП.

Описание компании

ПАО «Дальневосточное морское пароходство» (ДВМП или FESCO) – одна из крупнейших частных транспортно-логистических компаний в России с активами в сфере портового, железнодорожного и интегрированного логистического бизнеса. Сейчас клиентская база ДВМП превышает 12 тыс. клиентов, которые обслуживаются в более 40 офисах. Целевой рынок компании – Евразия. При этом все большее значение приобретает Азия. Это обусловлено экономическим ростом в странах Юго-Восточной Азии и повышением значимости азиатского рынка для России.

Бизнес ДВМП

■ **Линейно-логистический дивизион – ключевой фактор роста финансовых показателей ДВМП в 2021 году.** Бизнес компании поделен на пять направлений:

- ▶ Морские перевозки путем использования собственного, арендованного и зафрахтованного флота. В основном используются контейнеровозы и суда навалочных грузов (балкеры). У компании 21 судно общей грузоподъемностью 349 тыс. т.
- ▶ Железнодорожные перевозки контейнерных и навалочных грузов с использованием собственных или арендованных на условиях финансовой аренды локомотивов, железнодорожных вагонов, крытых вагонов, окатышевозов, зерновозов и цистерн. Контейнерный парк компании превышает 63 тыс. единиц, а количество фитинговых платформ – 8,7 тыс.
- ▶ Портовый сегмент – погрузочно-разгрузочные работы, стивидорное обслуживание, оказание услуг по хранению и сдаче в аренду контейнеров. Ключевой актив компании – порт во Владивостоке (ВМТП). Совокупная пропускная способность порта и терминалов ДВМП превышает 926 тыс. ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент) в год.
- ▶ Топливный бизнес – услуги по реализации нефтепродуктов для бункеровки флота.
- ▶ Линейно-логистический дивизион – линейные перевозки и транспортно-экспедиционное обслуживание контейнерных и навалочных грузов (операторские перевозки). Этот дивизион интегрирует деятельность четырех других подразделений.

Структура выручки ДВМП по видам бизнеса, млрд руб.

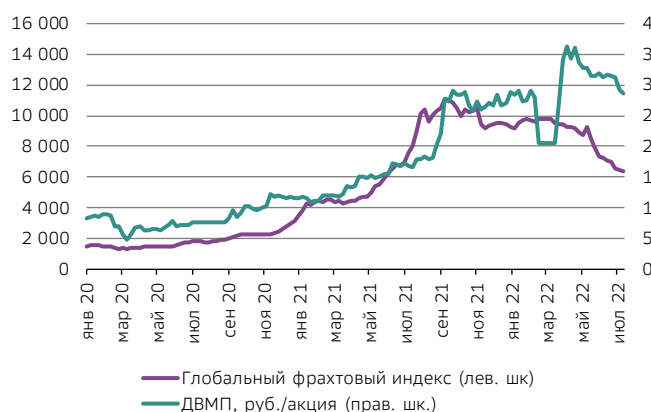


Источник: ДВМП

В 2021 году большую часть выручки генерировал линейно-логистический дивизион. Его финансовые показатели значительно выросли благодаря увеличению ставок фрахта.

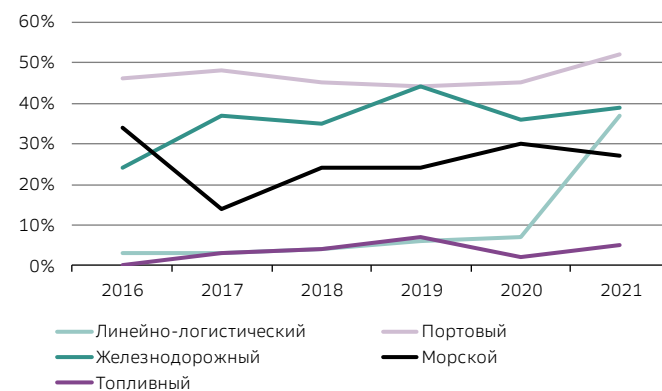
В связи с тем, что этот дивизион генерирует более 80% выручки и более 70% EBITDA, динамика акций ДВМП во многом является производной от ставок фрахта. Повышение ставок фрахта в 2021 году в основном и обусловило рост котировок ДВМП и финансовых показателей: рентабельность по EBITDA линейно-логистического сегмента выросла с 7% в 2020 году до 37% в 2021 году и поднялась на уровень высокомаржинальных дивизионов – морского, железнодорожного и портового.

Динамика глобального фрахтового индекса и акций ДВМП



Источник: Freightos, Московская биржа

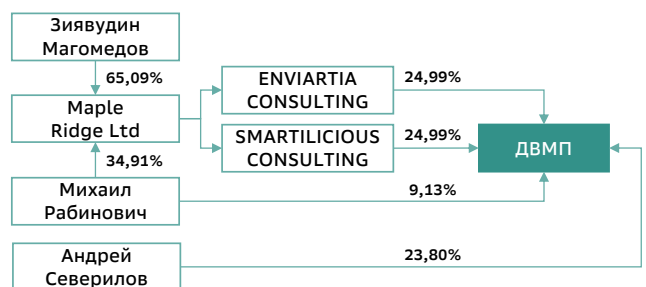
Рентабельность дивизионов ДВМП по EBITDA



Источник: ДВМП, SberCIB

■ **Разрешение корпоративного конфликта может повысить инвестиционную привлекательность акций ДВМП.** До 2020 года основными акционерами ДВМП являлись Зиявудин Магомедов (32,5%), Группа TPG (17,4%) и Группа GHP (23,8%). В 2020 году структура капитала сильно изменилась: акционер Локо-Банка Михаил Рабинович приобрел 17,4% у американской TPG (владеет долей в ДВМП через аффилированные компании), а его партнер по совместным бизнесам Андрей Северилов – 23,8% у GHP. После сделки Северилов возглавил совет директоров ДВМП. В 2021 году Рабинович увеличил долю до 26,5%, и, таким образом, на двоих у них был аккумулирован контрольный пакет акций. Однако, по данным РБК, Зиявудин Магомедов, арестованный весной 2018 года, не поддерживает смену акционеров ДВМП и считает ее рейдерским захватом. Магомедов контролирует кипрскую компанию Maple Ridge, через которую Рабинович владеет 17,4% ДВМП, поэтому совместный пакет Рабиновича и Северилова пока можно считать контрольным лишь условно. В июне 2021 года Рабинович утверждал, что споры должны быть закончены в течение двух лет. Если это произойдет, то инвестиционная привлекательность компании значительно возрастет.

Схема владения ДВМП мажоритарными акционерами



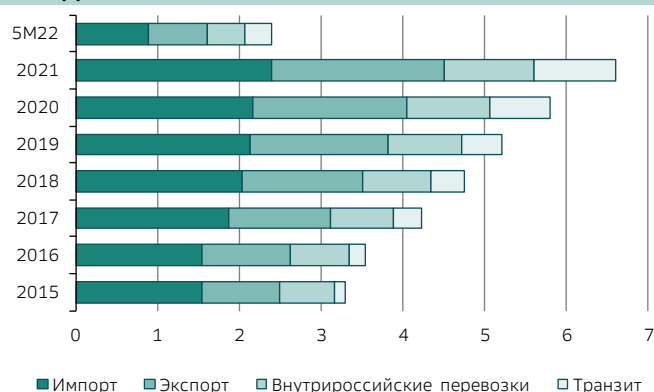
Источник: ДВМП, SberCIB

ОБЗОР РЫНКА

■ **Азия – новая перспектива.** Азиатский регион – один из наиболее перспективных в плане экономического роста: по прогнозу МВФ, ВВП развивающихся стран Азии вырастет на 5,4% в 2022 году и на 5,6% в 2023 году. Россия в последнее десятилетие постепенно переориентировала товарные потоки на азиатский регион. Согласно данным ФТС России, в 2011 году доля Азии в товарообороте России в стоимостном выражении составляла порядка 29%, и с тех пор ежегодно росла вплоть до 2020 года. В 2021 году она несколько снизилась, но все еще превышает 40%. В 2022 году доля Азии в российском товарообороте, вероятно, станет рекордной на фоне логистических трудностей торговли с Европой и США. Для переориентации потоков на азиатский регион России необходима развитая транспортная инфраструктура.

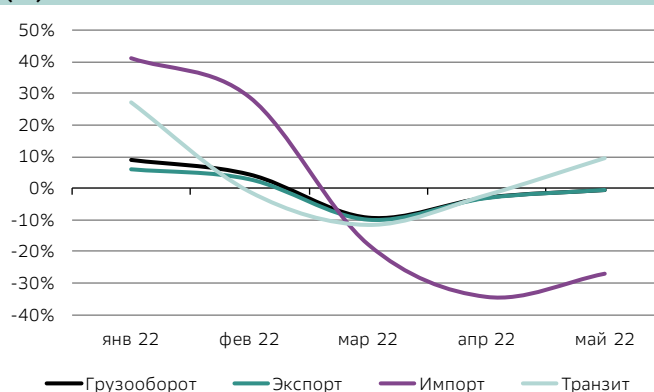
■ **Контейнерные перевозки в России могут снизиться в 2022 году, но на дальневосточном направлении возможен рост.** В России сохраняется тренд на контейнеризацию. С 2015 года объем контейнерных перевозок в России, по данным FESCO, вырос в два раза и к концу 2021 года достиг 6,5 млн ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент). В 1П22 года объем контейнерных перевозок в России, по данным FESCO, сократился на 13% по сравнению с тем же периодом прошлого года до 2,8 млн ДФЭ. Статистика включает перевозки только груженых контейнеров через порты, железной дорогой и автотранспортом. Если же брать статистику перевозок по сети РЖД, то в 1П22 контейнерные перевозки выросли на 1,5% по сравнению с 1П21 до 3,2 млн ДФЭ во многом за счет роста перевозок контейнеров на Дальнем Востоке на 14% г/г до 488 тыс. ДФЭ. Таким образом, даже если в 2022 году по России в целом будет наблюдаться негативная динамика контейнерных перевозок, дальневосточное направление, вероятно, будет одним из наименее пострадавших. В связи с этим глубина падения перевалки будет отличаться по портам и может оказаться меньше у дальневосточных портов, даже несмотря на негативное влияние карантинных ограничений, введенных в Китае из-за COVID-19 весной. Во 2П22 может постепенно начаться улучшение динамики импортных поставок. В июне положительной тенденции в контейнерных перевозках пока что не наблюдалось (падение составило 50,4% г/г после 50,6% г/г в мае и 50,9% г/г в апреле), тем не менее с учетом неконтейнерных перевозок восстановление импортных перевозок уже началось наблюдаться в мае.

Динамика контейнерных перевозок в России, млн ДФЭ



Источник: РЖД, Морцентр-ТЭК, FESCO

Динамика грузооборота в российских портах, г/г (%)



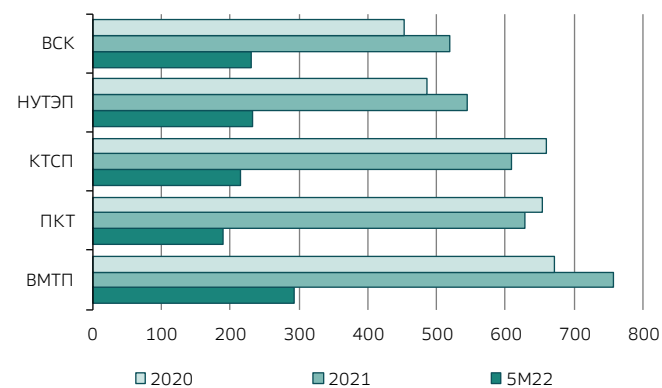
Источник: Ассоциация морских торговых портов РФ

■ **Порты Дальнего Востока показывают лучшую динамику в текущей ситуации.**

В 1П22 года объем перевалки контейнеров у Владивостокского морского торгового порта (ВМТП) сократился лишь на 5% г/г, у Восточной стивидорной компании (ВСК) (порт Восточный) он вырос на 22%, у НУТЭП (порт Новороссийский) показатель снизился

на 2%, а у портов Санкт-Петербурга (КТСП, ПКТ) – на 20% и более. Основное снижение пришлось на 2К22. В 2П22 падение может замедлиться на фоне постепенного восстановления импортных операций. Текущая ситуация, вероятно, приведет к росту доли дальневосточного бассейна в общем объеме перевалки контейнеров России. По данным Морцентр-ТЭК, она уже увеличилась с 34% в 2019 году до 38% в 2021 году и до 53% по итогам 1П22 года. Это позитивный фактор для ДВМП, которое управляет портом во Владивостоке.

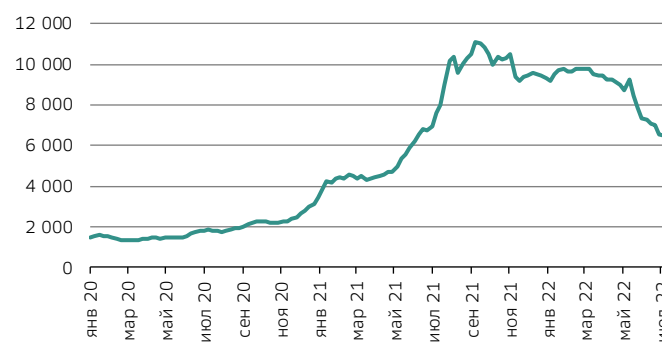
Перевалка контейнеров в крупнейших портах России, тыс. ДФЭ



Источник: Ассоциация морских торговых портов РФ

- **Ставки фрахта снижаются, но все еще довольно высокие.** Помимо сравнительно неплохой динамики перевалки грузов в дальневосточных портах, стоит отметить и позитивное влияние высоких фрахтовых ставок. В 2021 году глобальный фрахтовый индекс вырос до рекордных значений – свыше \$11 тыс. за 40-футовый контейнер – в основном из-за нехватки оборудования и вместимости судов в азиатских портах. Это позволило морским перевозчикам контейнеров заработать рекордную выручку в прошлом году. С сентября 2021 года ставки фрахта на мировом рынке снижаются, и к концу июля 2022 года они опустились до \$6,1 тыс. Тенденция к снижению фрахтовых ставок, вероятно, сохранится. Тем не менее они все еще находятся на уровне средних значений 2021 года. Это также благоприятный фактор для ДВМП, поскольку высокие ставки фрахта позволяют транспортным компаниям по-прежнему получать хорошую выручку.

Динамика глобального фрахтового индекса, \$



Источник: Freightos

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ДВМП

■ **Финансовые показатели ДВМП в 2022 году могут остаться высокими.** В 2021 году выручка ДВМП увеличилась на 83% до рекордных 113,7 млрд руб., а чистая прибыль – в 4,6 раза (таблица ниже) в основном за счет роста ставок фрахта. В 2022 году макроэкономическая ситуация в России значительно ухудшилась в основном вследствие влияния политических и экономических факторов. Однако оценки на 2022 год улучшаются: по прогнозу аналитиков SberCIB Investment Research, ВВП России в этом году может снизиться лишь на 3,5–5%, а инфляция – составить 14% или меньше. В первые два месяца 2022 года доходность экспортных перевозок ДВМП росла на фоне ослабления рубля и увеличения объемов перевозок. Однако укрепление рубля и нарушение цепочек поставок с марта оказало негативное влияние на экспорт. Еще хуже ситуация обстоит с импортом. Тем не менее за первые шесть месяцев 2022 года объем перевалки контейнеров в ВМТП (ключевой актив компании) сократился лишь на 5%. Основное снижение пришлось на второй квартал (19% год к году). При этом в 2П22 ситуация может улучшиться: восстановление логистических цепочек поставок и крепкий рубль (в июне он достиг 51 за доллар) могут способствовать значительному росту импортных перевозок. Это может оказать поддержку котировкам акций компании в 2П22.

Основные показатели ДВМП

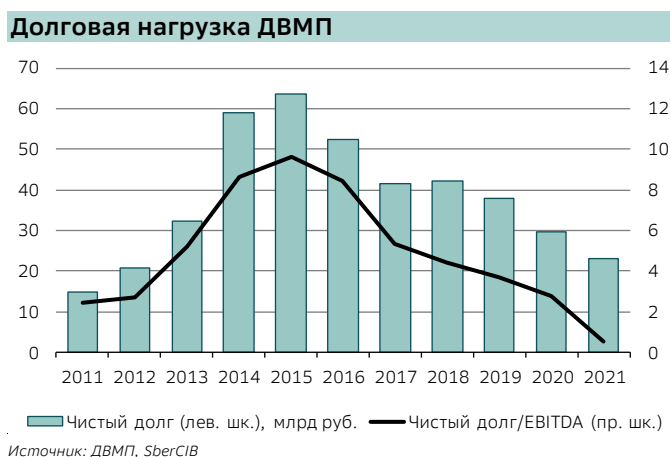
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Финансовые показатели (МСФО), млрд руб.										
Выручка	37,2	36,3	42,8	41,6	37,0	43,7	57,0	56,7	62,2	113,7
EBITDA	7,7	6,2	6,8	6,6	6,2	7,8	10,6	12,2	12,3	47,5
Операционная прибыль	0,7	3,1	-1,5	3,6	2,4	8,4	8,3	8,3	8,2	43,4
Чистая прибыль	0,5	0,6	-6,2	-11,5	1,1	13,3	7,0	-1,8	8,3	37,9
Свободный денежный поток	10,0	3,7	2,0	6,9	4,9	9,2	2,7	7,5	8,7	15,0
Капитальные затраты	2,0	1,5	2,3	1,2	–	–	–	3,8	3,1	23,9
Чистый долг	20,9	32,2	59,1	63,7	52,4	41,5	42,3	38,1	29,6	22,9
Рентабельность										
по EBITDA	21%	17%	16%	16%	17%	18%	19%	22%	20%	42%
по операционной прибыли	2%	8%	–	9%	7%	19%	15%	15%	13%	38%
по чистой прибыли	1%	2%	–	–	3%	30%	12%	–	13%	33%
Коэффициенты										
P/S	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,5	0,5	0,7
EV/EBITDA	6,3	7,1	9,9	10,8	9,9	7,6	5,3	5,2	5,2	2,2
P/E	52,3	20,9	–	–	8,6	1,3	2,0	–	4,1	2,1
P/Свободный ден. поток	2,8	3,1	4,2	1,2	1,9	1,9	5,1	3,5	3,9	5,4

Источник: ДВМП, SberCIB

■ **Инвестиции – на первом месте.** Развитие азиатского направления требует хорошей инфраструктуры, в связи с чем ДВМП реализует масштабную инвестиционную программу. В 2021 году капитальные затраты компании выросли в 7,7 раза до 23,9 млрд руб. Большая часть средств пошла на покупку флота, подвижного состава и пополнение контейнерного парка. Ключевой актив компании – Владивостокский морской торговый порт (ВМТП). ВМТП имеет прямой выход на Транссибирскую магистраль и позволяет соединять торговые потоки между Азией и Европой через незамерзающую бухту Золотой Рог. В программе развития ВМТП до 2025 года ДВМП отмечает планы по сохранению лидерства ВМТП по контейнерообороту среди стивидорных компаний России и Дальнего Востока, сохранение доли рынка на Дальнем Востоке выше 42% и поддержание загрузки ВМТП на уровне 80–90%. Для достижения этих целей до 2026 года ДВМП планирует построить в ВМТП новый терминал для перегрузки транзитных контейнеров с судов океанского класса на контейнеровозы ледового класса для дальнейшей транспортировки по Северному морскому пути. Кроме того, в 2021 году ДВМП приобрело Порт Гайдамак (также находится во Владивостоке), на базе которого после

его модернизации в 2024 году компания рассчитывает создать мощности для пере-валки зерна с использованием элеваторов в объеме более 400 тыс. т в год. В связи с обширной инвестиционной программой за 2021 год ДВМП не выплачивало дивиденды. По итогам 2022 года дивиденды, скорее всего, также выплачиваться не будут, несмотря на ожидаемые высокие финансовые результаты. Тем не менее такой подход может быть оправдан будущим ростом бизнеса в случае реализации инвестиционной программы.

- **Снижение ставки ЦБ РФ уменьшит расходы компании.** По итогам 2021 года отношение чистого долга к EBITDA ДВМП сократилось до 0,5 с 2,8 в конце 2020 года. Компания проделала большую работу по снижению долговой нагрузки. В 2014–2015 годах из-за неблагоприятной внешней конъюнктуры рынка чистый долг компании превысил 60 млрд руб., а в 2018 году компания допустила технический дефолт по облигациям. Однако в 2021 году чистый долг опустился до 22,9 млрд руб. В том же году ДВМП рефинансировало свои обязательства перед ВТБ с ежегодным равномерным погашением до 2027 года и изменило валютную структуру задолженности в пользу рублей. Примерно 85% долга привлечено по переменным ставкам, в связи с чем понижение ставки ЦБ РФ (в базовом сценарии аналитики SberCIB Investment Research ожидают ее снижения до 7% к концу 2022 года) приведет к сокращению расходов на обслуживание долга компании. Дальнейший делеверидж ДВМП может способствовать повышению капитализации компании.



- **Ключевые риски для финансовых результатов ДВМП в среднесрочной перспективе связаны со ставками фрахта и курсом рубля.**

- ▶ **Снижение ставок фрахта.** С сентября 2021 года ставки фрахта корректируются по мере урегулирования логистического кризиса, вызванного пандемией COVID-19. Тем не менее глобальные ставки фрахта в конце июля 2022 года все еще находились на уровне средних ставок в 2021 году, поэтому финансовые показатели ДВМП также могут оказаться высокими по итогам 1П22 (при снижении контейнерооборота на 5% г/г средние глобальные ставки фрахта были на 84% выше, чем в 1П21). В 2П22 снижение ставок фрахта будет компенсироваться повышением спроса на маршруты поставок в Азию, хотя объемы поставок во многом будут ограничиваться пропускной способностью портового и железнодорожного дивизионов. Таким образом, финансовые результаты компании в 2П22 также могут остаться относительно высокими, если, конечно, снижение ставок фрахта не ускорится.
- ▶ **Укрепление рубля негативно для ДВМП.** Более 40% выручки ДВМП получает в иностранной валюте, поэтому компания является бенефициаром ослабления рубля. Помимо этого, до 40% операционных расходов ДВМП несет в иностранной валюте,

что несколько ограничивает положительный эффект от ослабления рубля. В 1П22 средний курс доллара к рублю составил 76,57 руб. Это лишь на 3% больше, чем в 1П21, поэтому влияние валютного курса на финансовые результаты 1П22 должно быть небольшим. Тем не менее к началу 2П22 рубль укрепился до 50 за доллар и, по прогнозу аналитиков SberCIB Investment Research, ослабнет лишь до 65 к концу 2022 года. Это может оказать давление на финансовые результаты ДВМП в 2П22. В финансовом отчете за 2021 год по МСФО компания указывала, что если бы в 2021 году рубль был крепче по отношению к доллару на 40%, то прибыль до налогообложения могла бы быть в 2,4 раза ниже (соответствует 16,6 млрд руб.). Если предположить, что рубль будет постепенно ослабевать относительно доллара с текущих значений до 65 к концу года, то в 2П22 рубль будет крепче, чем в 2П21, на 18%. Это может оказать давление на финансовые показатели ДВМП в 2П22, однако компания, возможно, все же сохранит прибыльность.

- **Выводы.** ДВМП – один из главных бенефициаров переориентации торговли с запада на восток. В то время как контейнерные перевозки и перевалка в портах в России может снизиться в 2022 году из-за ухудшения экономической ситуации, направление перевозок и перевалка на Дальнем Востоке пострадают в наименьшей степени. Несмотря на снижение ставок фрахта, они все еще находятся на средних уровнях 2021 года, в связи с чем финансовые результаты ДВМП могут остаться высокими и в 2022 году. Инвестиционная привлекательность ДВМП также может повыситься в случае успешной реализации инвестиционной программы и разрешения корпоративного конфликта.