



Российские акции / Транспорт

ПАО «ДВМП» Бенефициар разворота «на Восток»

BUY

ПАО «ДВМП»	FESH
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	ПОВЫШЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	47,2 руб.
Текущая рыночная цена	38,2 руб.
Потенциал роста	24%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	111 млрд руб.
Среднедневной оборот	80 млн руб.

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2020	2021	2022П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	62,2	113,7	166,1
Выручка, г/г	10%	83%	46%
ЕБИТДА, млрд руб.	12,3	47,5	64,4
ЕБИТДА, г/г	1%	286%	36%
Чистая прибыль, млрд руб.	8,3	37,9	28,6
Чистая прибыль, г/г	н/п	354%	-24%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	20%	42%	39%
Чистый долг / ЕБИТДА	3,0x	0,7x	0,2x
P/E	4,1x	2,1x	3,9x
EV/ЕБИТДА	5,5x	2,4x	2,0x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	--	--	--
Дивидендная доходность	--	--	--

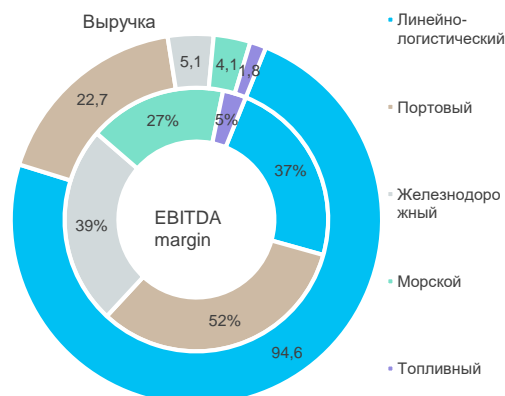
Источники: данные компании, прогнозы и расчеты Открытие Research

- ПАО «ДВМП» (FESCO) – один из крупнейших частных российских игроков в транспортном секторе с активами в сфере портового, морского, железнодорожного и интегрированного логистического бизнеса. FESCO является лидером контейнерных перевозок через Дальний Восток РФ по внешнеторговым морским линиям в/из стран Азии. Компании принадлежат портовая инфраструктура Владивостока (ВМТП), флот морских судов и большой парк контейнеров, фитинговых платформ и автомобилей.
- Несмотря на коррекцию ставок на мировом рынке морских перевозок с пиковых значений 2021 года, стоимость фрахта по-прежнему остается высокой (~ на 50% выше средних 5-летних уровней). Данный фактор может поддержать дальнейшую генерацию солидной выручки и повышенной маржи для FESCO.
- Основная часть бизнеса FESCO сосредоточена на Дальнем Востоке, что позволяет извлекать выгоду из динамично растущих объемов торговых операций между РФ и странами Азии. Компания выступает одним из ключевых бенефициаров переориентации российской внешней торговли от Европы и США в пользу восточных стран.
- FESCO планирует крупные капиталовложения в расширение перевалочных мощностей ВМТП, увеличение флота и контейнерного парка. Мы полагаем, что реализация инвестиционной программы и расширение масштабов бизнеса будет способствовать росту операционных и финансовых результатов компании, а также сгладит негативный эффект в случае снижения ставок фрахта.
- Возврат на баланс ДВМП 32,5% собственных акций, эффективный контроль над которыми сейчас принадлежит З. Магомедову, выглядит очень вероятным сценарием по итогам идущих судебных разбирательств компании со своим пока еще крупнейшим акционером. Очевидно, что последующее гашение или реализация данного пакета существенно повысит стоимость оставшихся бумаг.
- Проведенная нами оценка позволяет говорить о том, что справедливая стоимость одной акции ДВМП составляет 47,2 руб. Это подразумевает потенциал роста 25% к текущим рыночным котировкам и соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ.

О компании

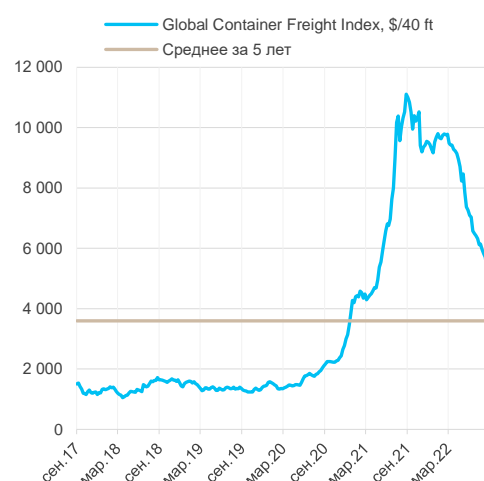
ПАО «Дальневосточное морское пароходство» (FESCO) – одна из крупнейших частных транспортно-логистических компаний в России с активами в сфере портового, железнодорожного и интегрированного логистического бизнеса. Компания ставит приоритетом развитие мультимодальной логистической цепочки, основанной на глубокой интеграции бизнес-дивизионов с единым центром управления. Ключевые логистические активы FESCO:

Диаграмма 1. Структура выручки (млрд руб) и маржи по EBITDA (%), в 2021 г.



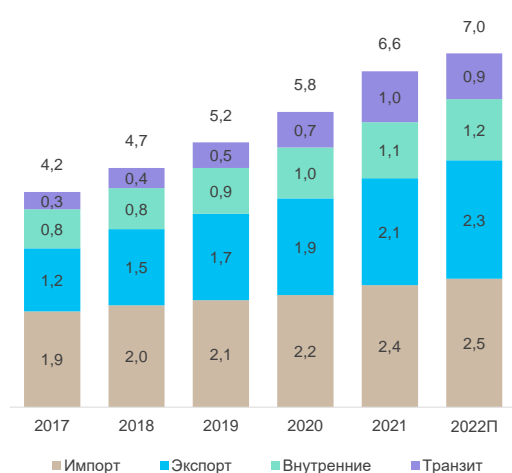
Источники: данные компании

Диаграмма 2. Динамика глобального фрахтового индекса



Источники: Freightos

Диаграмма 3. Динамика контейнерных перевозок в России, млн ДФЭ



Источники: данные ОАО «РЖД», Морцентр-ТЭК, прогноз РОКОТТ Транс, прогноз Открытие Research

- ПАО «Владивостокский морской торговый порт» (ВМТП) - общая ежегодная пропускная способность 5 млн тонн грузов и нефтепродуктов;
- 21 транспортное судно (14 контейнеровозов, 6 сухогрузов и 1 ледокол) с общей вместимостью 349 тыс. тонн;
- 150 тыс. единиц автомобилей и колесной техники и более 11 тыс. единиц фитинговых платформ;
- Более 67 тыс. контейнерных единиц с общей вместимостью 110 тыс. TEU (ДФЭ).

Клиентская база FESCO превышает 12 тыс. компаний. Структура грузов, перевозимых клиентами компании, диверсифицирована по многим отраслям, в т.ч. химическая промышленность (14% в 2021 г.), машины и станки (13%), металлические изделия (13%), лесные грузы (13%).

Бизнес компании структурно состоит из 5 операционных дивизионов:

- Портовый сегмент - погрузочно-разгрузочные работы, стивидорное обслуживание, услугу по хранению и сдаче в аренду контейнеров.
- Морской сегмент - перевозки путем использования собственного, арендованного и зафрахтованного флота.
- Железнодорожный сегмент - перевозки контейнерных и навалочных грузов с использованием ж/д вагонов
- Топливный сегмент - услуги по реализации нефтепродуктов для бункеровки флота
- Линейно-логистический сегмент – интегрирует бизнес предыдущих сегментов и предоставляет клиентам услуги интермодальной перевозки в формате «от двери до двери» с доставкой до конечного получателя.

Основными акционерами ПАО «ДВМП» являются председатель совета директоров общества А. Северилов (23,8% акций), его давний партнер М. Рабинович (26,5%), а также З. Магомедов (32,5%). Оставшиеся 17,2% акций принадлежат миноритарным акционерам и/или находятся в свободном обращении.

Инвестиционный тезис

- Переориентация внешней торговли с востока на запад.** В 2021 г. оборот внешней торговли России составил \$798 млрд, в том числе импорт - около \$304 млрд. На страны Евросоюза пришлось около 36% оборота, США до 5%, а страны АТЭС – около 33%. Ну а в текущем году из-за разрыва большинства торговых соглашений с Европой и США на фоне украинского конфликта возникла острая необходимость переориентировать грузопотоки с северо-запада на восток и юг. При этом основное увеличение спроса пришлось на восточное направление (таможни ДФО зафиксировали роста товарооборота на 38% за первые полгода 2022г.). В условиях санкционного давления замещение товарооборота из ЕС и США может транслироваться в рост доли импорта из стран Юго-Восточной Азии до 80% в общей структуре и увеличения грузопотока через Дальний Восток до 10 млн ДФЭ в год в долгосрочной перспективе. С точки зрения экспорта, азиатское направление также несет большие перспективы: рост ВВП региона в 2023 г. ожидается на уровне 5,6%, и, вероятно, превысит общемировые темпы роста в следующие несколько лет. Таким образом, «разворот на Восток» создает долгосрочный спрос на услуги транспортных компаний, что, очевидно, станет попутным ветром для бизнеса FESCO.
- Ставки фрахта по-прежнему высокие.** Финансовые результаты линейно-логистического сегмента, ключевого для FESCO, во многом зависят от динамики ставок фрахта. Так, композитный Global Container Freight Index, отражающий общемировую стоимость фрахта контейнерных судов, в 2021 г. вырос в 3 раза по причине жестких карантинных мер и разрыва глобальных логистических цепочек. За этот период FESCO удвоила выручку линейно-логистического дивизиона, а чистая прибыль всей компании выросла в 4,5 раза. И хотя с весны 2022 г. наблюдается некоторое снижение ставок с пиковых значений 2021 года, текущая стоимость фрахта по-прежнему остается на 50% выше

Диаграмма 4. Динамика ключевых операционных результатов, тыс. ДФЭ

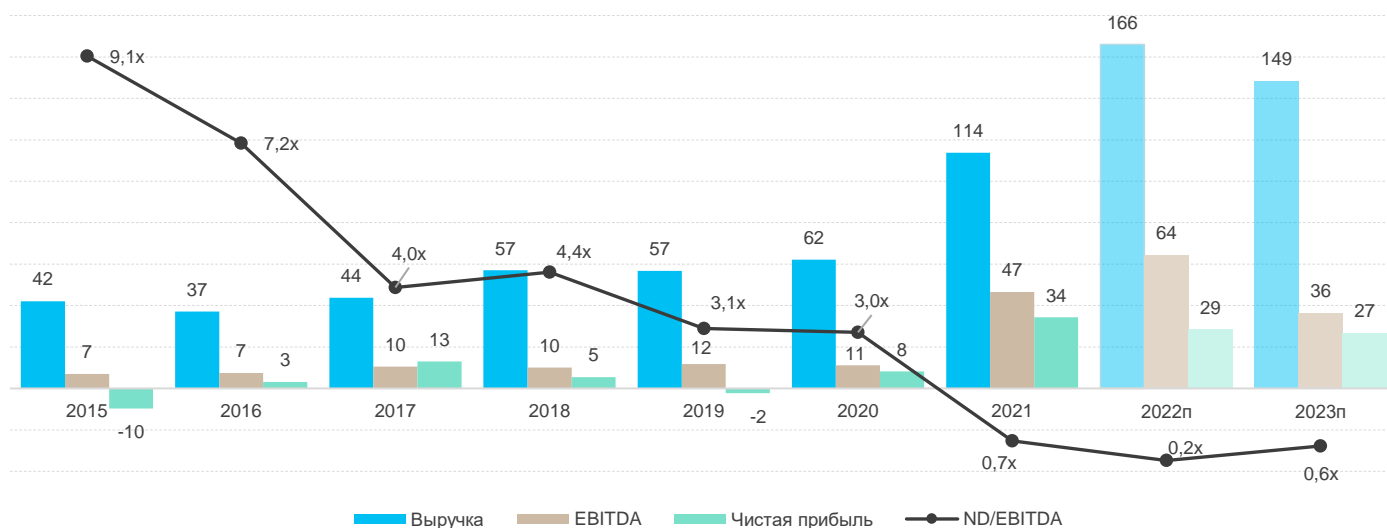


Источники: данные компании

средних 5-летних уровней. При этом мы полагаем, что в результате ограниченной вместимости флота и железных дорог, ухода зарубежных игроков и высокого спроса на перевозки через Дальний Восток, мультимодальные ставки FESCO (море + ж/д) имеют весьма ограниченный потенциал к снижению в среднесрочной перспективе. Данный фактор может поддержать дальнейшую генерацию солидной выручки и повышенной маржи для FESCO

- Расширение бизнеса за счет реализации инвестпрограммы.** Реагируя на растущий спрос на транспортировку и перевалку контейнерных грузов на дальневосточном направлении в условиях имеющихся логистических ограничений FESCO приступила к реализации масштабной инвестиционной программы. Так, группа планирует расширить перевалочные мощности ВМТП с 800 тыс. ДФЭ до 1,1 млн ДФЭ в год к 2024-2025 годам, нарастить количество контейнеров на 20 тыс. ДФЭ до 130 тыс. ДФЭ уже в 2022 году, а также увеличить флот на 3 единицы до 25 судов. Мы полагаем, что реализация инвестиционной программы и расширение масштабов бизнеса будет способствовать росту операционных и финансовых результатов ДВМП, а также сгладит негативный эффект в случае снижения ставок фрахта. К тому же основные инвестиции будут направлены на расширение бизнеса портового сегмента, который традиционно является самым маржинальным в рамках группы.
- Разрешение корпоративного конфликта.** В 2020 в FESCO произошла смена власти. Доли американского фонда TPG и GHP Group Марка Гарбера, изначально бывших партнерами З. Магомедова, который к тому моменту уже находился под арестом, выкупили А. Северилов и М. Рабинович (последний позже нарастил свой пакет до сегодняшних 26,5%). После этого, осенью 2020 года, менеджмент ДВМП сообщил, что в соответствии с поручением совета директоров подал в Лондонский арбитраж иски к ряду акционеров компании с требованием вернуть выданные им кредиты. Речь шла о заемных средствах, которые в 2012 году были выданы самой группой аффилированным с З. Магомедовым компаниям для приобретения акций ДВМП у Сергея Генералова (т.е. сделка осуществлялась по схеме leveraged buyout). Сумма иска с учетом накопленных процентов превышает \$1 млрд. На наш взгляд, рассчитывать на возврат денежных средств излишне оптимистично, а вот принадлежащие З. Магомедову 32,5% акций ДВМП должны вернуться на баланс компании. После чего данный пакет может быть погашен либо продан третьей стороне, что в любом случае существенно повысит стоимость находящихся в обращении бумаг.

Диаграмма 11. Динамика финансовых результатов FESCO, млрд рублей



Источники: данные компании, расчеты и прогнозы Открытие Research

Финансовые результаты и управление капиталом

Длительное время FESCO испытывала проблемы с высокой долговой нагрузкой (в том числе и из-за последствий сделки LBO с З. Магомедовым), а в 2018 году даже допустила дефолт по облигациям с последующей реструктуризацией займов. Однако с 2019 года финансовые результаты

компании начали стремительно улучшаться, а леверидж – сокращаться. В результате на сегодняшний день долговая нагрузка группы представляется весьма условной (соотношение чистого долга к EBITDA по итогам I полугодия 2022 г. составляет 0,3x).

Согласно новой стратегии развития, весь объем операционного денежного потока группа направляет на инвестиции. В связи с этим (а также, вероятно, из-за корпоративного конфликта), FESCO пока не выплачивает и не планирует выплачивать дивиденды акционерам, хотя и имеет такую возможность исходя из сегодняшнего отличного финансового положения.

Оценка стоимости акций

Для оценки стоимости акций ПАО «ДВМП» мы рассматриваем бизнес методом суммы частей для каждого дивизиона и прогнозируем соответствующий показатель EBITDA за 2023 г. При выборе мультипликатора мы ориентируемся на сопоставимые публичные аналоги для каждого из сегментов.

Диаграмма 6. Оценка стоимости акций ПАО «ДВМП», метод суммы частей

	ЕБИТДА' 23	Мультипликатор	EV
Логистический сегмент	19,6	3,0x	58,8
Портовый сегмент	17,4	5,5x	95,8
Прочие сегменты	5,7	4,2x	23,6
Корп. сегмент	-6,2	4,8x	-29,8
Итого, млрд руб	36,5		148,4
Чисты долг, млрд руб			-9,3
Акционерный капитал, млрд руб			139,2
кол-во акций, млрд			3,0
Целевая цена, руб			47,2 Р
потенциал			24%

В результате данных предпосылок мы устанавливаем целевую цену акций ПАО «ДВМП» на горизонте 12 месяцев в размере 47,2 рублей (потенциал +24%) за одну акцию, что с учетом повышенных рисков реализации данной инвестиционной идеи соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок.
- Ускоренное снижение ставок фрахта окажут существенное негативное влияние на объем выручки и прибыльность компании.
- Замедление экономической активности и глобальная рецессия способны негативно отразиться на объемах грузооборота и спросе на логистические услуги.
- Относительно невысокая ликвидность акций компании ограничивает потенциальный объем средств, который разумно инвестировать в данные бумаги, сохраняя при этом возможность быстро выйти из позиции по близким к рыночным котировкам.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции значительно (более 50%) превышает ожидаемую доходность рынка акций в целом. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Инструмент характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании превышает ожидаемую доходность рынка акций в пределах 50%. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится на уровне рынка. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже среднерыночной, в том числе по причине достижения акциями справедливой оценки (целевой цены). На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>.
Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер» (бренд «Открытие Инвестиции»), лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи, оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ
clients@open.ru
vk.com/openbroker

Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Инвестиционные консультанты

<https://pb.open.ru/finance-capital/>
8 800 222-02-22

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Управление анализа рынков

research@open.ru

Алексей Павлов, PhD
Начальник управления

Алексей Кокин
Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко
Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA
Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA
Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко
Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Беришев
Технический аналитик

Владимир Малиновский
Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков
Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов
Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин
Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин
Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик, глобальные исследования