

# FESCO

## Что в черном ящике?

7 АВГУСТА 2024



## Важнейшие показатели

	2023	2024о	2025о	2026о
<b>Финансовые показатели (МСФО), млн руб.</b>				
Выручка	172 004	166 392	183 390	171 149
ЕВITDA	49 889	54 825	63 368	47 809
Операц. приб.	38 375	43 130	50 611	33 967
Чистая прибыль	37 706	29 890	36 502	26 108
EPS (скорр.), руб.	12,78	10,13	12,37	8,85
<b>Рентабельность</b>				
по ЕВITDA	31%	33%	35%	28%
по опер. прибыли	22%	26%	28%	20%
по чистой прибыли	22%	18%	20%	15%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / выручка	1,1	1,2	1,1	1,1
Ст. предпр./ЕВITDA	4,2	3,9	3,0	3,8
Цена / прибыль	5,1	6,5	5,3	7,4
Див. доходность	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Рост</b>				
Выручка	6%	-3%	10%	-7%
ЕВITDA	-25%	2%	16%	-25%
EPS (скорр.)	-2%	-21%	22%	-28%

## Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	-4,1%	-21,6%	-27,4%	-27,4%

## Динамика цены акций, руб.



Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

## FESCO

## Что в черном ящике?

FESCO – одна из крупнейших вертикально интегрированных логистических компаний в России в сфере контейнерных перевозок. Компания владеет крупнейшим портом на Дальнем Востоке, внушительным флотом и парком вагонов. Уход иностранных транспортных линий сделал российский рынок контейнерных перевозок премиальным, что привело к росту тарифов, позволив FESCO удвоить выручку в 2021–2022 гг. В 2023 году спад постпандемийного спроса, демпинг китайских логистов и увеличение загрузки железной дороги замедлили рост выручки и снизили рентабельность компании по ЕВITDA с 44% до 31%. Мы полагаем, что российский логистический рынок прошел свой зенит, и в следующие пять лет среднегодовой рост выручки FESCO едва превысит 2%.

- **Главный драйвер бизнеса FESCO – китайский контейнерный импорт.** Мы полагаем, что бум импорта из Азии уже пройден, и в 2023–2028 гг. среднегодовые темпы его роста составят около 2%. В такой конъюнктуре контейнерные перевозки FESCO будут расти примерно на 7% в год.
- **Тарифы FESCO не вернуться к прошлогодним рекордам.** Если не случится очередного логистического кризиса, тарифы будут снижаться в среднем на 5% в год в долларах, а выручка будет расти в среднем на 3% в год.
- **Инвестиционная программа FESCO останется внушительной.** В планах – расширение мощностей по перевалке контейнеров на 40% и активное обновление подвижного состава и флота. На эти цели компания будет тратить 14–15% выручки.
- **Долг – больше не хроническая проблема FESCO.** Компания не раз была на грани банкротства из-за своих валютных кредитов. Но шестикратный рост ЕВITDA в 2020–2022 гг. на фоне логистического кризиса привел к нормализации долговой нагрузки. Сейчас коэффициент «чистый долг/ЕВITDA» составляет 0,6, и мы не ждем его роста.
- **Включение FESCO в периметр Росатома** ставит точку в затяжной смене акционеров компании. Однако теперь дальнейшую стратегию FESCO нужно воспринимать только в контексте планов госкорпорации. Для инвесторов это означает создание конкуренции для сухопутных потоков компании, отсутствие дивидендов и риски санкций.
- Мы начинаем аналитическое покрытие акций FESCO с **рекомендацией ПРОДАВАТЬ** и **целевой ценой 45 руб.**

## Содержание

Основные выводы.....	4
Ключевые показатели .....	6
О компании.....	7
Бизнес-модель .....	8
Линейно-логистический дивизион .....	9
Портовый дивизион .....	11
Железнодорожный дивизион .....	14
Морской дивизион.....	17
Топливный дивизион .....	19
Обзор всей группы .....	20
Стратегия развития компании .....	21
Стратегия нового акционера FESCO.....	22
Долговая нагрузка.....	25
Акционерная история .....	26
Сравнение с аналогами.....	28

## Основные выводы

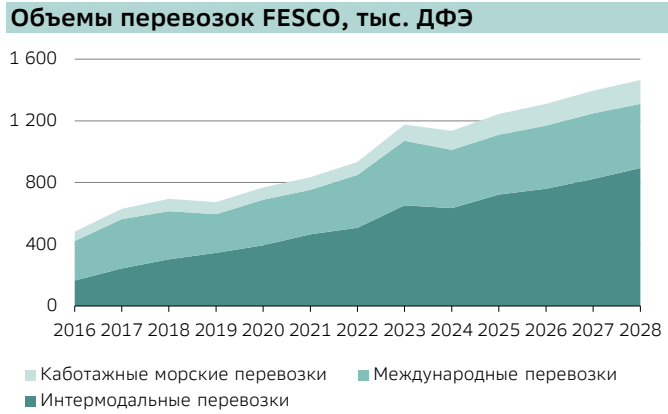
### Сильные стороны и возможности

- **Вертикальная интеграция делает FESCO менее чувствительной к изменению тарифов.** Наличие собственных терминалов, парка контейнеров, фитинговых платформ и контейнеровозов на уровне группы позволяет компании частично нивелировать волатильность стоимости услуг, обеспечивающих перевозку контейнера «от двери до двери».
- **Порт FESCO практически не страдает от штормов.** Владивостокский морской торговый порт (ВМТП) не работает по погодным условиям всего около двух–трех дней в году, что выгодно отличает его от портов Черноморского бассейна, где стивидоры из-за штормов могут простаивать до полугода.
- **Рост мощностей компенсирует снижение ставок.** В ближайшие пять лет FESCO намерена на 40% увеличить мощности ВМТП по перевалке контейнеров, а также обновить парк фитинговых платформ и флот. Это позволит даже в случае падения стоимости услуг поддерживать темпы роста выручки в соответствующих дивизионах в 2024–2028 гг. в среднем на уровне 2–5% в год.
- **Переток грузов из терминалов, попавших под санкции, поддержит перевалку через ВМТП.** В феврале этого года под санкции США попал крупный конкурент FESCO на Дальнем Востоке – Восточная стивидорная компания (ВСК). В 2023 году перевалка ВСК превысила 600 тыс. ДФЭ, 70% от показателя ВМТП. Пока что мощностей ВМТП недостаточно для принятия интенсивного потока новых контейнеров, но даже часть объемов ВСК может поддержать выручку FESCO в будущем.
- **Новый акционер определит стратегию развития.** В условиях продолжавшихся последние пять лет акционерных конфликтов компания была лишена возможности строить долгосрочные планы. Передача FESCO в 2023 году Росатому обеспечит интеграцию компании в масштабный логистический комплекс нового акционера.
- **Импорт из дружественных стран будет драйвером развития контейнерного рынка в России.** Согласно прогнозам SberCIB Investment Research, в 2023–2028 гг. импорт из Китая может вырасти на 10% до \$120 млрд, из Индии – в 3 раза, до \$15 млрд, из Турции и ОАЭ – на 15% соответственно до \$13 млрд и \$5 млрд. FESCO оперативно реагирует на эти тренды: запускает новые перевозки в Индию, Египет и ОАЭ, рассматривает возможность строительства контейнерного терминала на Каспии и создания речного флота на Волге.
- **Уровень контейнеризации железнодорожных перевозок продолжит расти.** Еще в 2019 году уровень контейнеризации перевозок на российских железных дорогах не превышал 3,5%. По оценке РЖД, в 2023 году показатель составил почти 6%, а к 2030 году может достигнуть 20%. Наибольший вклад в развитие этого тренда могут внести грузы лесопромышленного комплекса, химикаты и удобрения.

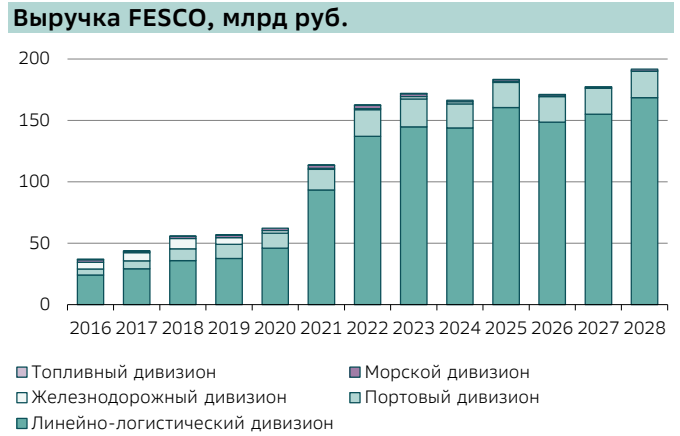
## СЛАБЫЕ СТОРОНЫ И РИСКИ

- **Глобальные игроки могут вернуться в Россию.** После ухода в 2022 году международных перевозчиков российский рынок контейнерных перевозок стал премиальным. Однако уже в 2023 году к перевозкам в России вырос интерес со стороны китайских компаний. Некоторые европейские игроки также возобновляют активность. В случае восстановления конкуренции до уровней 2018–2020 гг. стоимость перевозки контейнера может снизиться на 50–70%. Для борьбы с этой угрозой FESCO даже попросила президента РФ обеспечить приоритет российским компаниям в портах страны.
- **Логистический кризис на Восточном полигоне железных дорог быстро не разрешится.** В 2023 году потребности грузоотправителей по Восточному полигону были почти в два раза выше, чем его провозная способность (353 млн т против 173 млн т). Второй этап модернизации Восточного полигона обеспечит рост провозной способности до 180 млн т в 2024 году, третий этап – до 210 млн т к 2030 году. Очевидно, что проблему перевозок по железной дороге это не решит. Для FESCO низкая провозная способность железнодорожной сети означает снижение скорости и рост себестоимости перевозок.
- **Увеличение контейнерного флота и парка фитинговых платформ обходится все дороже.** Стоимость новой фитинговой платформы в 2024 году выросла в 1,5 раза (с 3,5 млн руб. до 5–6 млн руб.) из-за переориентации вагонных заводов на нужды ВПК и другие типы вагонов. Для снижения затрат на покупку платформ FESCO рассматривает возможность M&A. Стоимость новых контейнеровозов в 2023 году уже составляла \$40 млн за судно. Учитывая текущий курс доллара и загрузку судостроительных верфей, FESCO намерена покупать суда на вторичном рынке.
- **Контейнерам снизили очередность на железной дороге.** С 1 сентября этого года вступят в силу новые правила очередности транспортировки грузов по Восточному полигону. В новой редакции перевозки в контейнерах будут занимать позицию №8, уступая нефти и углю. Формулировки правил требуют уточнений, и есть риск, что контейнеры будут иметь несколько очередностей в зависимости от груза и способа транспортировки – в составе контейнерного поезда или повагонной отправкой. Это может вызвать замедление перевозок.
- **FESCO вошла в периметр Росатома.** Последние пять лет Росатом реализовывал свои амбиции войти в топ-15 мировых морских перевозчиков, в том числе с помощью активов группы «Дело». Теперь в решении задач госкорпорации будет задействована и FESCO. «Огосударствление» компании создает риски ее участия в проектах, ориентированных больше на государственные задачи, чем на коммерческий успех. Помимо этого, включение в периметр Росатома усиливает санкционные риски для FESCO. Для компании, которая 30–40% EBITDA получает в валюте, доступ к иностранным рынкам имеет жизненно важное значение.
- **FESCO – непростая акционерная история.** FESCO обладает довольно большой для второго эшелона капитализацией, а ее акции – неплохой ликвидностью. Однако эти плюсы перекрываются отсутствием дивидендов (компания не выплачивает их более 20 лет и не планирует делать это и в будущем), а также низким free float всего в 8,5%. У нынешнего основного акционера нет планов ни развивать инвестиционную историю компании, ни выкупать акции миноритариев. Однако мы не исключаем делистинга на среднесрочном горизонте.

# Ключевые показатели

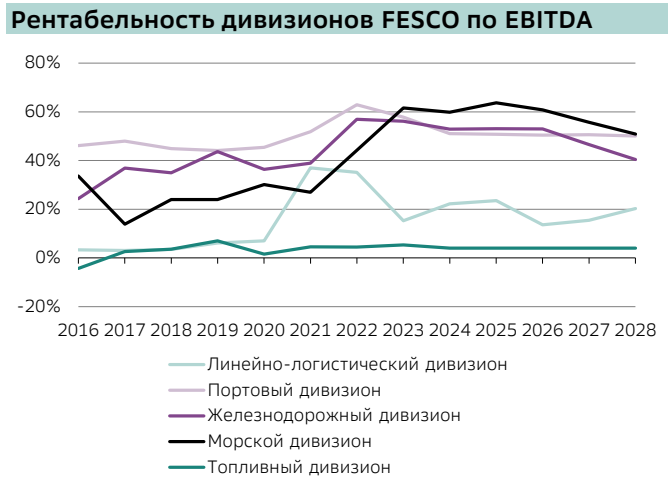


Источник: компания, SberCIB Investment Research

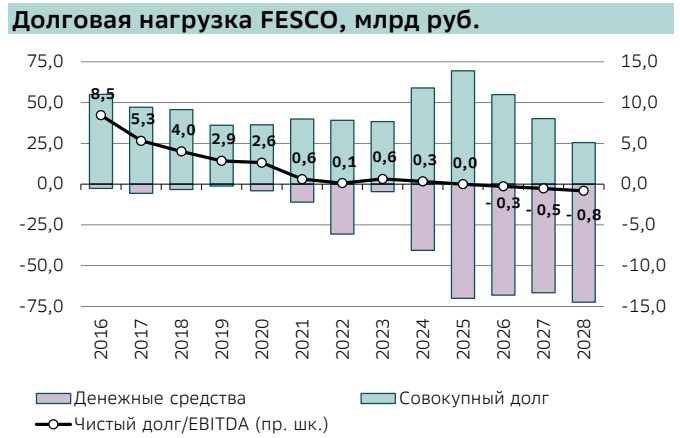


Примечание: выручка указана после вычета внутригрупповых операций

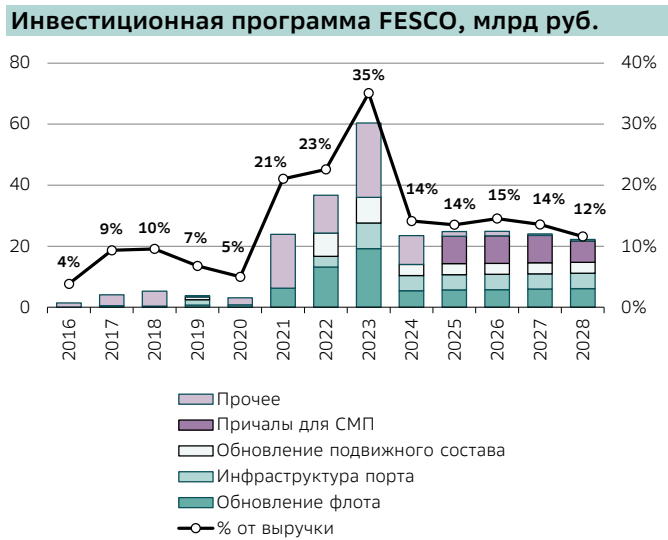
Источник: компания, SberCIB Investment Research



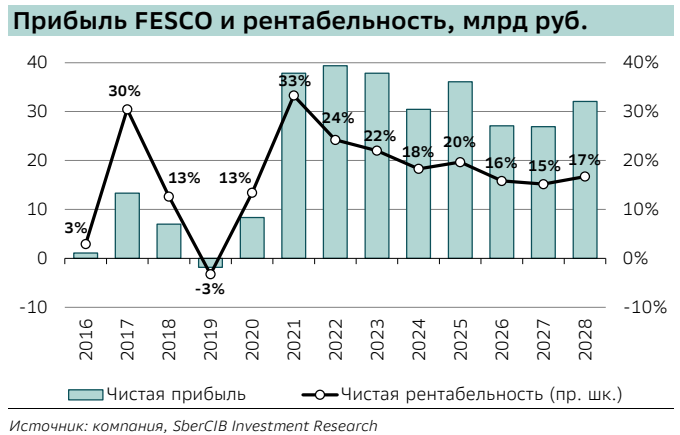
Источник: компания, SberCIB Investment Research



Источник: компания, SberCIB Investment Research



Источник: компания, SberCIB Investment Research



Источник: компания, SberCIB Investment Research

## О компании

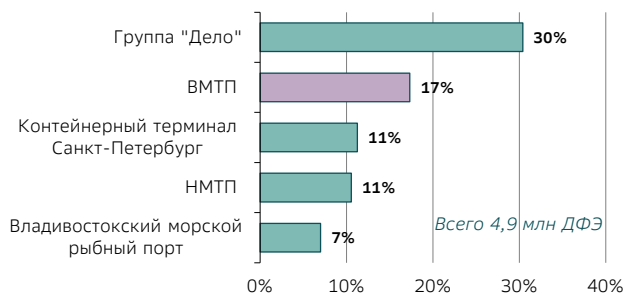
FESCO (Far-Eastern Shipping Company) – одна из крупнейших транспортно-логистических компаний полного цикла в сфере контейнерных перевозок в России. Компания обладает высокой степенью вертикальной интеграции: у нее есть свои терминалы, суда, фитинговые платформы и контейнеры.

Большинство операций FESCO сосредоточено на Дальнем Востоке. Ключевые импортные грузы – потребительские товары и автомобили, а экспортные – химия, лес и удобрения. Что такое FESCO в цифрах?

- **№2 по контейнерообороту в российских портах** с долей рынка 17% и №1 в Дальневосточном бассейне с долей рынка 33% (859 тыс. ДФЭ).
- **№1 по величине контейнерного флота в России** – 29 контейнеровозов суммарной вместимостью более 45 тыс. ДФЭ; единственная российская компания в топ-100 мировых контейнерных перевозчиков (36-я строчка).
- **№2 на рынке контейнерных перевозок по железной дороге в России** с долей рынка 10% (753 тыс. ДФЭ). Компания уступает лишь Трансконтейнеру, у которого доля рынка превышает 36%.
- **№2 по числу фитинговых платформ в России.**

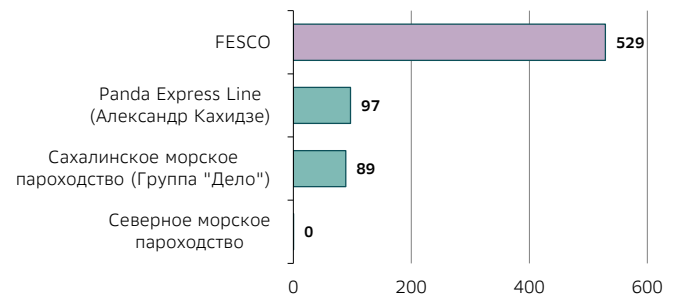
Главный конкурент FESCO – контролируемая Росатомом группа «Дело». На разных рынках компании делят первое и второе места.

**По контейнерообороту в портах FESCO уступает лишь группе «Дело», тыс. ДФЭ, 2023 год**



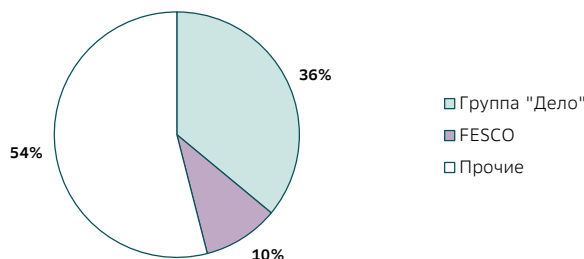
Источник: Морцентр-ТЭК, SberCIB Investment Research

**По дедевету контейнерного флота у FESCO в России нет конкурентов, тыс. т, 2023 год**



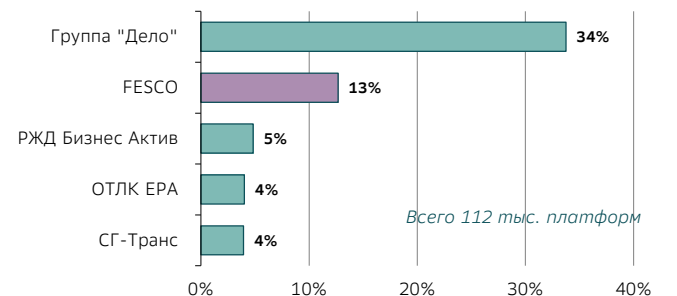
Источник: SberCIB Investment Research

**Второе место в контейнерных перевозках по железной дороге после группы «Дело», 2023 год**



Источник: SberCIB Investment Research

**По числу фитинговых платформ FESCO уступает лишь группе «Дело», июнь 2024 год**



Источник: SberCIB Investment Research

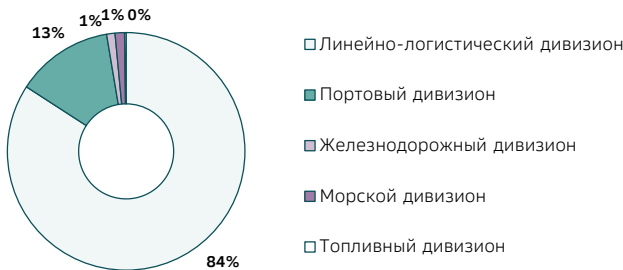
## Бизнес-модель

Группа FESCO состоит из пяти дивизионов:

- **Линейно-логистический** – обеспечивает транспортировку груза клиента «от двери до двери», задействуя для этого как свои активы, так и услуги сторонних линий;
- **Портовый** – переваливает грузы в морских портах Владивостока;
- **Железнодорожный** – перевозит контейнеры по железной дороге, используя свой парк фитинговых платформ (13 тыс. ед.);
- **Морской** – обеспечивает перевозку грузов морем, используя свой флот из 37 судов общим дедвейтом 614 тыс. т;
- **Топливный** – занимается бункеровкой собственного флота FESCO.

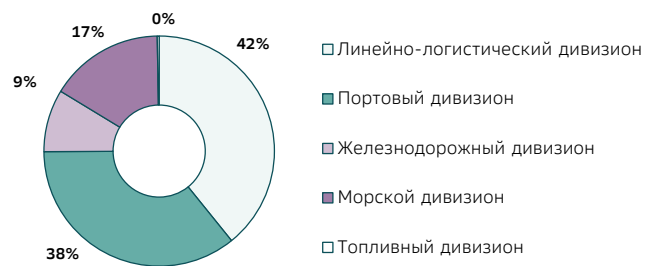
Ключевой дивизион – линейно-логистический: в 2023 году на него пришлось 84% выручки и 42% EBITDA после вычета внутригрупповых операций. Для оказания услуг перевозки он задействует другие дивизионы FESCO или привлекает сторонних контрагентов. Доля внутригрупповой выручки остальных дивизионов составляет от 35% до 87%.

### Линейно-логистический дивизион приносит FESCO 84% выручки, 2023 год



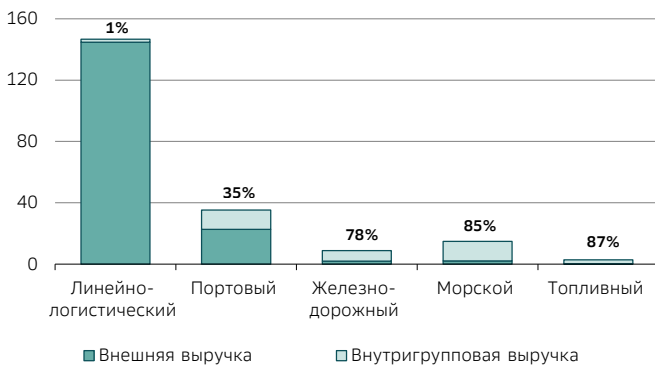
Источник: компания

### Вклад линейно-логистического дивизиона в EBITDA сопоставим с портовым



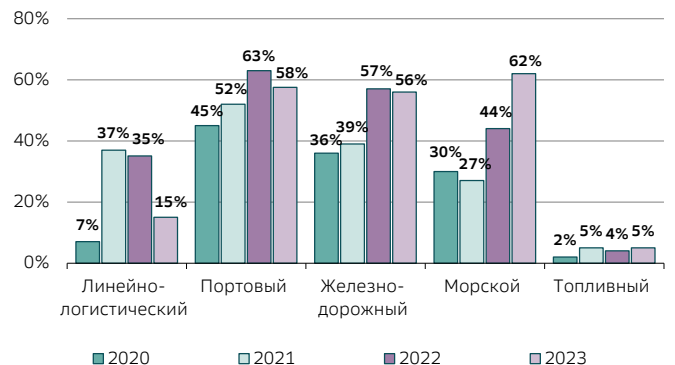
Источник: компания

### Большая часть выручки дивизионов приходится на внутригрупповые операции, млрд руб., 2023 год



Источник: компания

### Большинство дивизионов имеют высокую рентабельность по EBITDA, 2023 год



Источник: компания

Рассмотрим подробнее каждый из дивизионов группы.



## Линейно-логистический дивизион

Линейно-логистический дивизион обеспечивает транспортировку груза клиента «от двери до двери», задействуя для этого как активы FESCO, так и услуги сторонних линий.

*Себестоимость услуг перевозки FESCO включает множество составляющих, среди которых, помимо основных затрат, могут быть нерегулярные статьи: надбавки за сезонность и опасность грузов, дополнительные сервисы, расходы на хранение и страховку. Для целей модели мы прогнозировали только основные расходы.*

**Выручка.** За счет открытия новых маршрутов FESCO и роста товарооборота РФ с азиатскими странами в 2016–2023 гг. объемы контейнерных перевозок дивизиона выросли более чем в два раза, с 481 тыс. до 1 176 тыс. ДФЭ, включая интермодальные, международные и каботажные линии.

Тарифы на перевозку контейнеров в 2016–2020 гг. не превышали \$900 за ДФЭ – конкуренция с международными операторами не позволяла повышать стоимость. Но уже в 2021 году на фоне нарушения логистических цепочек в условиях пандемии средняя цена перевозки выросла почти вдвое. В 2022 году, после ухода международных логистов из России, ставка выросла еще в 1,5 раза. Однако в 2023 году она вернулась на уровни 2021 года – премиальность российского рынка привлекла конкурентов из дружественных стран.

FESCO планирует усиливать свое присутствие на новых маршрутах (из Новороссийска в Египет, Индию, ОАЭ). Компания намерена принять участие и в развитии транспортного коридора «Север–Юг». Вкупе с ожидаемым увеличением импорта в РФ из дружественных стран в среднем на 3% в год в 2024–2028 гг. это должно обеспечить рост перевозок FESCO в прогнозном периоде на 4% в год.

Мы ожидаем, что стоимость контейнерных перевозок в 2024–2025 гг. сохранится на уровне 2023 года (около \$1 400 за ДФЭ) на фоне роста общемировых ставок, вызванного ситуацией в Красном море. Однако в течение 2026–2028 гг., по мере возвращения к привычным логистическим маршрутам, тарифы вернуться к \$1 100 за ДФЭ.

В результате роста объемов перевозок и постепенного снижения тарифов рост выручки линейно-логистического дивизиона FESCO в 2024–2028 гг. составит в среднем 3% в год.

**Рентабельность.** В 2016–2020 гг. маржинальность дивизиона была невысокой: всего 3–7% по EBITDA. В 2021–2022 гг. этот показатель резко вырос до 35–37% за счет роста тарифов. Но в 2023 году из-за снижения тарифов и удорожания перевозок по железной дороге прибыльность дивизиона упала до 15%.

Мы ожидаем, что все еще высокие тарифы позволят сохранить рентабельность дивизиона по EBITDA в 2024–2025 гг. на уровне 22–24%. Однако в 2026–2028 гг. средняя маржа составит 16%: снижение тарифов на перевозку контейнеров будет частично компенсировано уменьшением стоимости перевозки по железной дороге и морю.

Рассмотрим основные драйверы роста и риски в сегменте контейнерных перевозок в России, которые влияют на операционные и финансовые результаты линейно-логистического дивизиона FESCO.

### ДРАЙВЕРЫ РОСТА

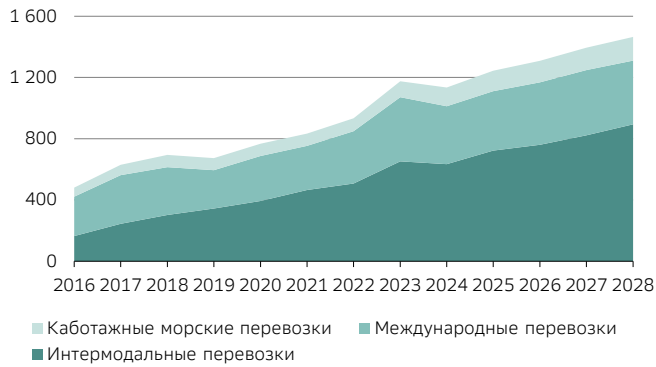
- **Импорт из дружественных стран будет драйвером развития контейнерного рынка в России.** По прогнозам SberCIB Investment Research, в 2023–2028 гг. импорт из Китая в Россию может вырасти на 10% до \$120 млрд, из Индии – в 3 раза до \$15 млрд из Турции и ОАЭ – на 15% соответственно до \$13 млрд и \$5 млрд. FESCO оперативно реагирует на эти тренды: запускает новые перевозки в Индию, Египет и ОАЭ, рассматривает возможность строительства контейнерного терминала на Каспии и создания речного флота на Волге.

- Интерес правительства РФ к развитию транспортного коридора «Север–Юг».** Его маршрут пролегает от порта Санкт-Петербург до портов Ирана и Индии. Проект обсуждается более 20 лет и призван стать альтернативой южному маршруту через Суэцкий канал. По прогнозу Минэкономразвития РФ, к 2030 году грузооборот через МТК «Север–Юг» может удвоиться, превысив 30 млн т. FESCO намерена активно участвовать в развитии данного проекта и формировать под него флот. Однако у маршрута есть много препятствий, включая разную ширину колеи железных дорог в разных странах, недостаточную электрификацию и низкую пропускную способность железнодорожной сети.
- Рост контейнеризации морских грузов.** В мире по морю в контейнерах перевозится 16% всех грузов и 23% сухих. В России этот показатель заметно ниже: соответственно 6% и 11%. В контейнерах в основном везут потребительские товары, технику, оборудование, химию. Наибольший потенциал для контейнеризации в РФ есть у экспортных товаров: удобрений, продукции деревообработки, цветных металлов.

**Риски**

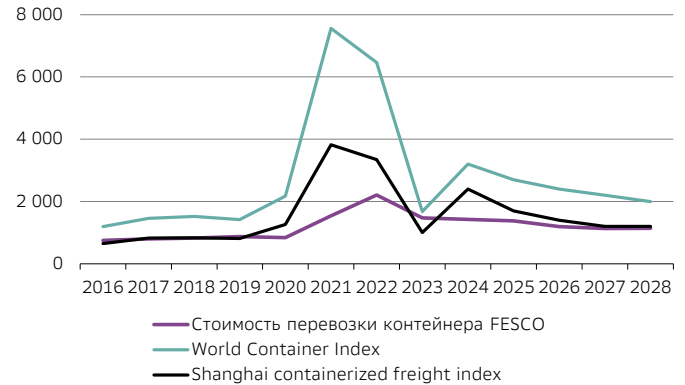
- Возвращение международных логистических линий.** Приход китайских компаний в 2023 году на ставший премиальным российский контейнерный рынок привел к сильной коррекции тарифов на перевозку. Европейские перевозчики также возобновляют активность. В случае восстановления конкуренции до уровней 2018–2020 гг. стоимость перевозки контейнера может снизиться на 50–70%.

**Объемы перевозок FESCO будут расти за счет товарооборота с дружественными странами, тыс. ДФЭ**



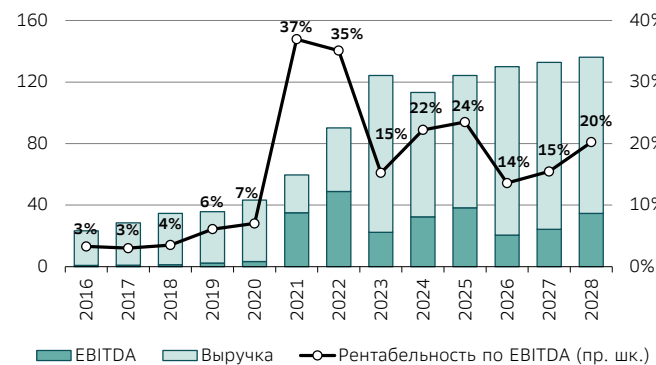
Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Стоимость контейнерных перевозок в России ждет нормализация с 2025 года, \$/ДФЭ**



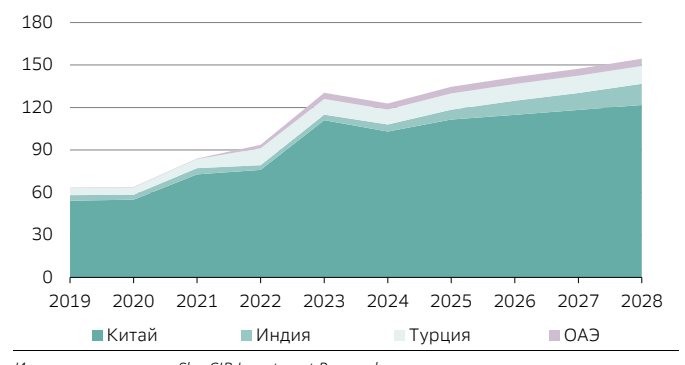
Источник: Investing.ru, SberCIB Investment Research

**Выручка дивизиона будет расти, рентабельность по EBITDA будет волатильной, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Импорт из дружественных стран будет только увеличиваться, \$ млрд**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Стоимость перевозки контейнера FESCO складывается из множества вариативных компонент**



Источник: компания

### Портовый дивизион

Портовый дивизион отвечает за перевалку грузов в морских портах Владивостока:

- Владивостокский морской торговый порт (ВМТП), выкупленный в 2007 году у ММК;
- Порт Гайдамак, приобретенный в 2021 году.

Оба порта имеют прямой выход на Транссибирскую железнодорожную магистраль, что является сильным преимуществом. Порт Гайдамак занимает незначительную долю в рамках портового дивизиона FESCO, но в 2023 году на него пришлось почти 60% перевалки зерна в Дальневосточном бассейне (который занимает всего 1,2% от перевалки зерна в России).

Главный актив портового дивизиона FESCO – ВМТП. Его доля в перевалке всех грузов в Дальневосточном бассейне в 2023 году составила 6%, а по контейнерам – 33%. ВМТП является крупнейшим контейнерным терминалом в России с долей 17%. Основные конкуренты ВМТП в Дальневосточном бассейне по контейнерообороту – это Восточная стивордная компания группы «Дело» (24%) и Владивостокский рыбный порт (14%).

**Выручка.** С 2016 по 2023 год объем переваленных дивизионом грузов вырос почти в 2,5 раза, с 5,6 млн т до 13,2 млн т. Перевалка контейнеров увеличилась в 2,6 раза, с 330 тыс. до 859 тыс. ДФЭ, автомобилей – в 4 раза, с 25 тыс. до 97 тыс. единиц.

В 2016–2020 гг. тарифы росли слабо, однако в 2021–2022 гг. стоимость перевалки контейнеров удвоилась на фоне резкого роста грузооборота в Дальневосточном бассейне при ограниченных мощностях. В 2024 году мы наблюдаем снижение тарифов на перевалку: заторы на железной дороге на востоке страны вынудили многих грузоотправителей переключиться на Балтийский бассейн.





Увеличение мощностей ВМТП по перевалке контейнеров с текущих 0,9 млн ДФЭ до 1,2 млн ДФЭ к 2028 году в купе с ростом товарооборота с Китаем должно привести к росту

контейнерооборота в 2024–2028 гг. в среднем на 5% в год. При этом, поскольку сократится перевалка прочих грузов (в основном угля и нефтепродуктов), в тоннах грузооборот ВМТП почти не изменится.

Учитывая планы по увеличению мощностей сразу несколькими терминалами в порту Владивосток, мы предполагаем, что тарифы на перевалку контейнеров в 2024 году снизятся на 18% и в 2025–2028 гг. расти не будут.

В результате выручка портового дивизиона в 2024 году снизится на 8%, но в 2025–2028 гг. будет расти на 4% в год за счет увеличения доли контейнеров в грузообороте.

#### Мощности ВМТП на конец 2023 года

Контейнеры	Генеральные грузы	Нефтепродукты	Автомобили
860 тыс. ДФЭ	5,5 млн т	0,5 млн т	100 тыс. ед.
			

Источник: компания

**Рентабельность.** Портовый дивизион всегда был самым рентабельным в группе FESCO. Его средняя рентабельность по EBITDA в 2016–2020 гг. составляла 46%, а в 2021–2023 гг. на фоне резкого роста тарифов она даже превысила 60%. Основные статьи расходов портов – это оплата труда, амортизация и топливо для бункеровки. Поэтому рост объемов перевалки не влечет за собой сопоставимого роста расходов.

В прогнозном периоде мы ожидаем постепенного снижения маржинальности портового дивизиона – с 58% в 2023 году до 50% в 2028 году. Тарифы на перевалку расти не будут, в то время как операционные расходы будут индексироваться на уровень инфляции.

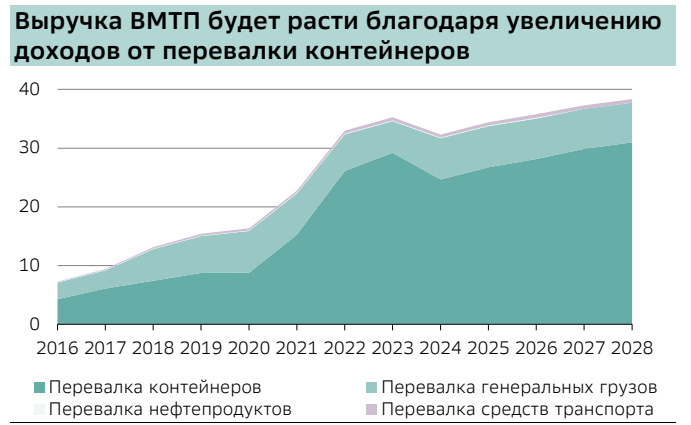
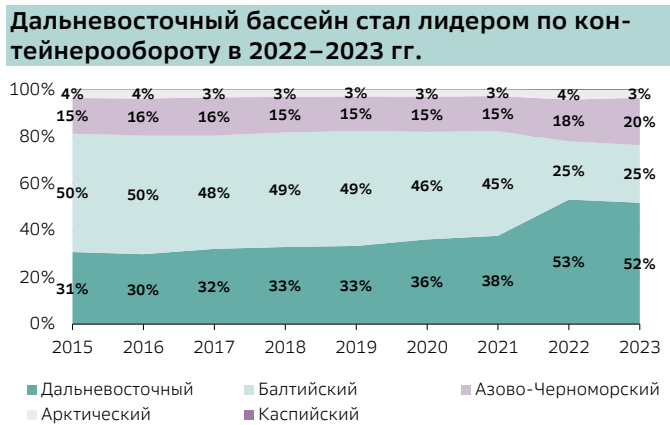
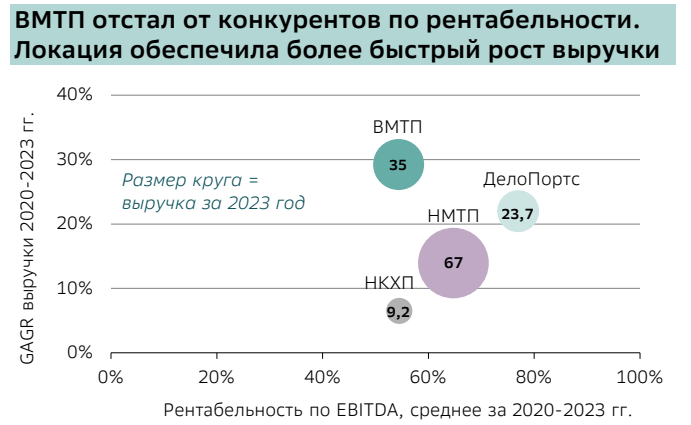
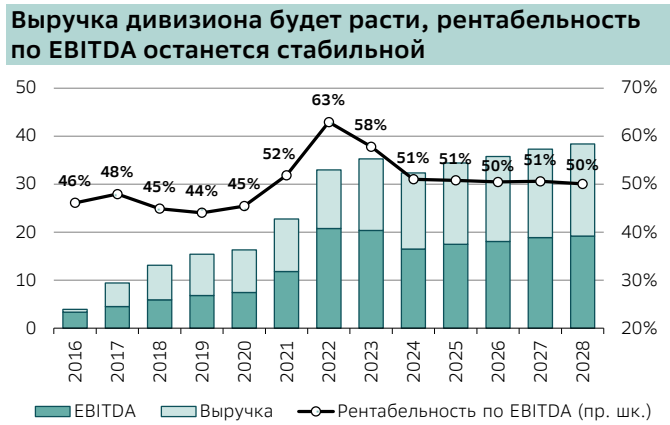
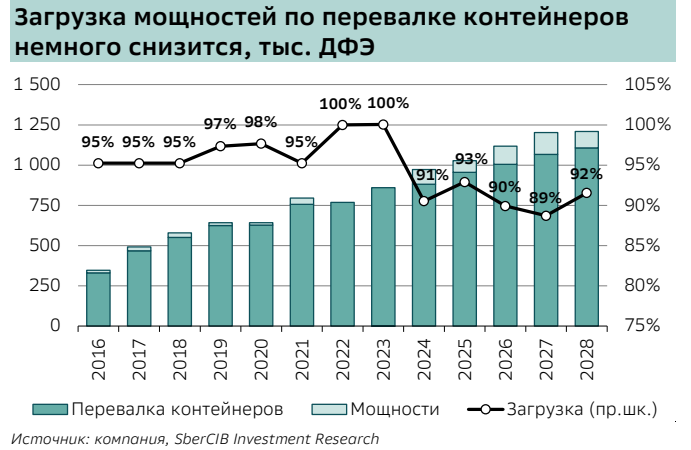
Рассмотрим основные драйверы роста и риски для портового дивизиона FESCO.

#### ДРАЙВЕРЫ РОСТА

- **Дальневосточный бассейн – лидер контейнерного рынка.** В результате разворота на Восток в 2022 году Дальневосточный бассейн стал лидером по контейнерному обороту, обогнав порты Балтики. Доля Дальневосточного бассейна в 2020–2023 гг. выросла с 36% до 52%, в то время как доля Балтийского бассейна сократилась с 46% до 25%. Рост товарооборота РФ с Китаем должна еще больше укрепить позиции Дальневосточного бассейна в контейнерообороте РФ.
- **Переток грузов из портов, попавших под санкции.** В феврале 2024 года под санкции США попал главный конкурент ВМТП в Дальневосточном бассейне – Восточная стивидорная компания (ВСК). Объемы перевалки контейнеров ВСК в 2023 году составили 613 тыс. ДФЭ против 860 тыс. ДФЭ у ВМТП. Последний может стать бенефициаром перетока грузов от ВСК, но статистика за 1П24 пока этого не отражает. Дело в том, что начать принимать высвободившийся грузопоток ВМТП сможет только по мере расширения своих мощностей.
- **Рост мощностей порта на 40%.** После того как ВМТП столкнулся с невозможностью принять на себя весь поток грузов, хлынувших из Азии в 2021–2022 гг., менеджмент FESCO принял решение о расширении контейнерных мощностей порта на 40% до 1,2 млн ДФЭ к 2028 году. Порт увеличит вместимость складов на 66%, число кранов – на 25%. Проект обойдется компании в 29 млрд руб., из которых 10 млрд руб. уже потрачено.
- **Стартовая точка Севморпути.** ВМТП может стать перевалочным пунктом для грузов, которые будут идти с востока по Северному морскому пути. Для этого на территории порта в течение 2025–2029 гг. будет возведено два новых причала. Стоимость проекта для ВМТП составит около 40 млрд руб. *Предполагается, что FESCO по окончании строительства будет сдавать причалы Росатому в аренду. Тариф будет формироваться исходя из окупаемости проекта на 10-летнем горизонте.*

**Риски**

- **Снижение тарифов на перевалку.** В 2024 году часть контейнерного потока начала возвращаться из Дальневосточного в Балтийский бассейн по причине заторов на железной дороге. Снижение спроса уже привело к снижению тарифов ВМТП на перевалку контейнеров на 13% в 1П24.
- **Недозагрузка новых мощностей порта.** По причине расширения портовых мощностей конкурентов грузопоток контейнеров будет распределяться более равномерно по всем терминалам порта Владивосток. Поэтому мы ожидаем, что постепенно загрузка увеличивающихся мощностей порта упадет со 100% до 90%.



## Железнодорожный дивизион

Железнодорожный дивизион занимается транспортировкой контейнеров по железной дороге, используя свой парк фитинговых платформ.

FESCO начала обзаводиться своим подвижным составом еще в 2006–2007 гг.:

- в 2006 году компания купила 50%, а в 2007 году консолидировала 100% оператора вагонов «Трансгарант», парк которого насчитывал 13 тыс. единиц подвижного состава, преимущественно полувагонов;
- в 2007 году создала с РЖД совместное предприятие «Русская тройка» с парком в 1 тыс. фитинговых платформ.

В течение последних десяти лет FESCO сокращала количество полувагонов в пользу фитинговых платформ: парк последних вырос с 3 тыс. до 13 тыс. единиц.

**Выручка.** Если парк платформ все годы стабильно подрастал, то динамика ставок аренды была волатильной. В 2022–2023 гг. снижение оборачиваемости платформ ввиду возросшей загрузки железной дороги привело к росту ставок аренды: с 1 500 руб. в 2021 году до 1 700–1 800 руб. в сутки за 80-футовую платформу. Это обеспечило рост выручки дивизиона на 29–36% в 2022–2023 гг.

В планах FESCO обновление парка фитинговых платформ. В 2024–2028 гг. компания планирует ежегодно закупать по 800 платформ, из которых около 700 пойдут на замену. Подвижной состав вырастет на 4%, с 13 тыс. до 13,5 тыс. единиц. При этом до завершения хотя бы второго этапа модернизации Восточного полигона железной дороги оборачиваемость текущего парка фитингов не увеличится. Поэтому ставки аренды в 2024–2026 гг., на наш взгляд, могут вырасти с текущих 2 100 руб./сут до 2 200–2 350 руб./сут и начнут постепенно снижаться только с 2027 года.

Вышеуказанные факторы обеспечат рост выручки дивизиона в 2024–2026 гг. в среднем на 8% в год. В 2027–2028 гг. выручка будет снижаться на 5% в год.

**Рентабельность.** Исторически рентабельность дивизиона по EBITDA была чуть ниже 40%. Однако в 2022–2023 гг. за счет роста тарифов она выросла до рекордных 56–57%. Основной статьей расходов дивизиона является грузовой тариф РЖД, поэтому для прогнозирования маржи необходимо учитывать планы РЖД по индексации грузовых тарифов.

Согласно прогнозу социально-экономического развития РФ, рост грузовых тарифов в 2024 году составит 10,8%, в 2025 году – примерно 9,2%. На 2026–2028 гг. мы закладываем в нашу модель, что рост тарифов РЖД будет опережать инфляцию на 2–3 п. п. в силу необходимости финансировать масштабную инвестиционную программу госкорпорации. Поскольку ставки аренды фитинговых платформ, скорее всего, будут расти медленнее, маржинальность дивизиона к 2028 году снизится с текущих 56% до 40%.

Рассмотрим драйверы роста и риски для железнодорожного дивизиона FESCO.

### ДРАЙВЕРЫ РОСТА

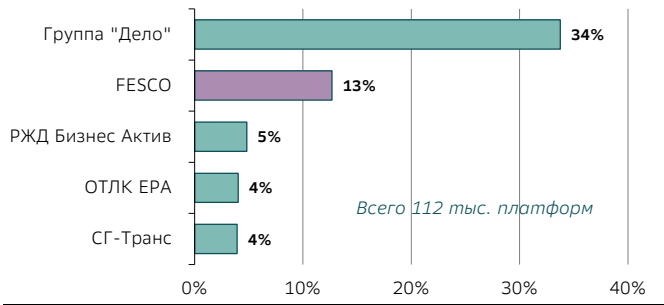
- **Рост спроса на транзитные перевозки грузов в контейнерах.** В 2024 году роль железнодорожных перевозок контейнеров заметно возросла: в 1К24 транзит товаров из Китая в ЕС через РФ, Белоруссию и Казахстан увеличился на 44%. Сухопутный маршрут оказался более безопасным и быстрым, чем морские маршруты через Суэцкий канал или мыс Доброй Надежды. По оценкам РЖД, спрос на транзитные железнодорожные перевозки контейнеров сохранится в течение 2024 года.

- **Ослабление главного конкурента.** В феврале 2024 года главный конкурент FESCO, Трансконтейнер, попал под санкции США. Иностранные партнеры либо вообще перестали работать с компанией, либо отказываются принимать грузы в его именных контейнерах. Для FESCO это может означать потенциальное увеличение доли рынка.
- **Логистический кризис на Восточном полигоне РЖД.** В 2023 году потребности грузоотправителей по Восточному полигону были в два раза выше, чем его провозная способность (353 млн т против 173 млн т). Второй этап модернизации Восточного полигона обеспечит рост провозной способности до 180 млн т в 2024 году, третий этап – до 197 млн т к 2027 году. Очевидно, что проблему перевозок по железной дороге это не решит. Для железнодорожного дивизиона FESCO низкая провозная способность железнодорожной сети означает снижение оборачиваемости фитинговых платформ и рост ставок их аренды.

### Риски

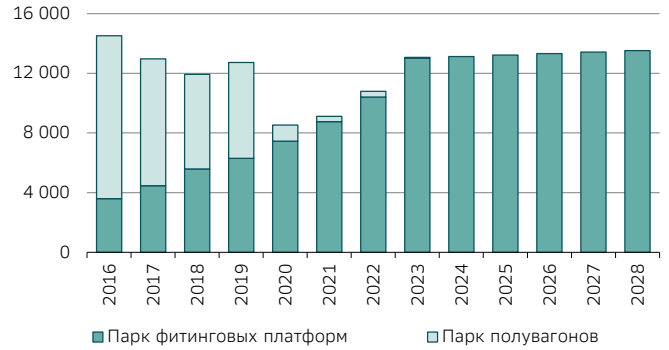
- **Подорожание фитинговых платформ.** Стоимость новой фитинговой платформы в 2024 году выросла в 1,5 раза (с 3,5 млн руб. до 5–6 млн руб.) из-за переориентации вагонных заводов на нужды ВПК и другие типы вагонов. Для снижения затрат на покупку платформ FESCO рассматривает возможность M&A или покупки подержанного подвижного состава.
- **Новые правила недискриминационного доступа к железнодорожной инфраструктуре.** Правила очередности транспортировки грузов по Восточному полигону с 2022 года все время меняются. За первые места в категории коммерческих грузов борются нефть, нефтепродукты, уголь и товары северного завоза. В новой редакции правил с 1 сентября перевозки в контейнерах будут занимать позицию №8, уступая нефти и углю. Формулировки правил требуют уточнений, и есть риск, что контейнеры будут иметь несколько очередностей в зависимости от груза и способа транспортировки – в составе контейнерного поезда или повагонной отправкой. Это может вызвать замедление перевозок.
- **Вероятность введения схемы «вези или плати» для контейнерных терминалов.** Минтранс изучает вариант применения механизма «вези или плати» для контейнерных перевозок через грузовые терминалы по сети РЖД. Контейнерный оператор должен будет гарантировать объемы перевалки контейнеров через грузовые терминалы в обмен на получение приоритета их перевозки по железной дороге. Для FESCO введение такого механизма будет носить умеренно негативный характер, поскольку компания сама владеет тремя сухопутными терминалами и намерена расширить их сеть до шести.
- **Рост перевозки контейнеров в полувагонах.** В 2022 году из-за дефицита фитинговых платформ для вывоза грузов с Дальнего Востока РЖД разрешила перевозить контейнеры в полувагонах. Несмотря на то что данный метод ведет к ущербу для инфраструктуры РЖД, его популярность в 2024 году начала набирать обороты. В 2024 доля импортных контейнеров в полувагонах доходила до 50% от всей погрузки на Дальнем Востоке. Помимо того, что перевозка контейнера в полувагоне стоит почти в два раза дешевле, чем на фитинговой платформе, оператор получает от РЖД скидку в 20% на грузовой тариф.

**FESCO занимает второе место по размеру парка фитинговых платформ, апрель 2024 года**



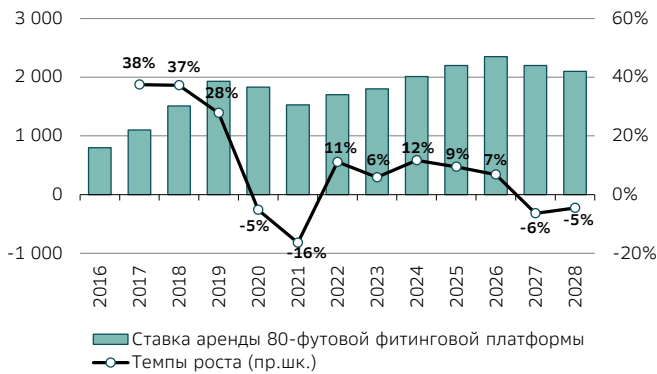
Источник: Infranews

**FESCO сократила парк полувагонов до нуля, в планах – обновление парка платформ, тыс. ед.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Ставки аренды фитинговых платформ начнут снижаться только в 2027 году, руб./сут**



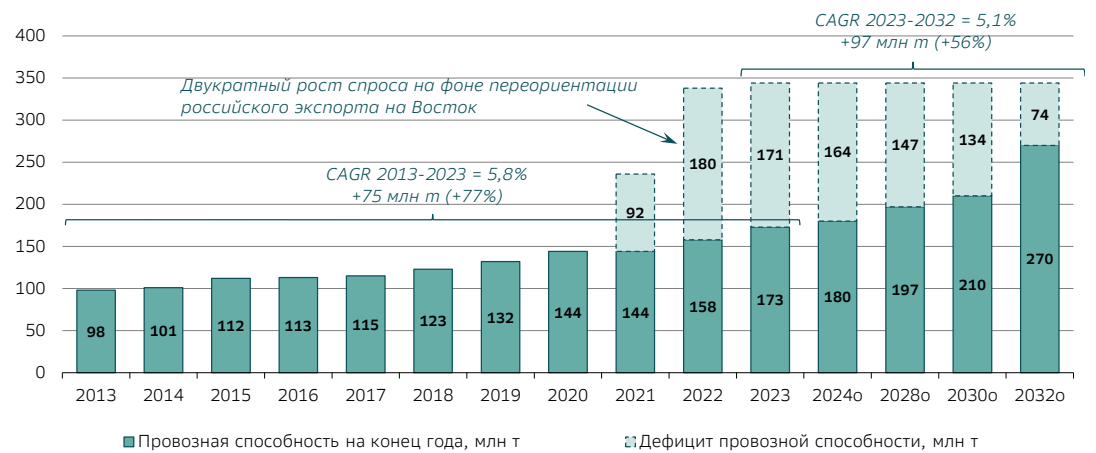
Источник: SberCIB Investment Research

**Выручка и рентабельность по EBITDA начнут снижаться вслед за ставками аренды, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Дефицит провозной способности Восточного полигона сохранится даже после всех этапов модернизации, млн т**



Источник: SberCIB Investment Research



## Морской дивизион

Морской дивизион FESCO обеспечивает перевозку грузов морем с использованием своего флота.

Контейнерный флот России занимает незначительную долю на мировом рынке. Из 6,1 тыс. контейнеровозов (10% всего мирового торгового флота) российскую регистрацию имеют только 50 (менее 1%).

FESCO – самая крупная российская логистическая компания по числу контейнеровозов. На мировом рынке она занимает 36-е место. На конец 2023 года у компании было 29 контейнеровозов, а также шесть универсальных судов и два ледокола.

**Выручка.** Ставки фрахта на контейнеровозы до 2022 года в силу серьезной конкуренции с иностранными линиями почти не росли. Однако отказ зарубежных судов заходить в российские порты привел к тому, что стоимость аренды судна в 2021–2023 гг. выросла в 2,3 раза, с \$9 тыс. почти до \$21 тыс. в сутки. За этот же период FESCO, чтобы воспользоваться благоприятной конъюнктурой, увеличила свой флот на 15 судов, или на 70%. В результате выручка дивизиона за эти два года выросла с 4 млрд руб. до 15 млрд руб.

В 2024–2028 гг. FESCO намерена обновить свой флот контейнеровозов, заменив их на более вместительные. В планах у компании закупать по три судна в год: два – на замену, одно – для роста. В результате к 2028 году ее флот увеличится с 37 до 42 судов, что обойдется FESCO примерно в 30 млрд руб.

Мы ожидаем, что ставки фрахта контейнеровозов в России вырастут в 2024 году, следуя глобальному тренду, после чего будут постепенно снижаться в 2025–2028 гг. Удлинение морских маршрутов из-за ситуации в Красном море привело к дефициту доступных судов и вызвало рост ставок фрахта в мире. Однако даже в случае деэскалации геополитического конфликта в Красном море в России ставки фрахта вряд ли быстро снизятся – в силу дефицита новых судов.

Исходя из этого, мы прогнозируем, что в 2024–2025 гг. выручка дивизиона будет расти на 19% в год, после чего начнет снижаться в среднем на 4% в год в 2026–2028 гг.

**Рентабельность.** В 2016–2021 гг. рентабельность морского дивизиона FESCO по EBITDA колебалась в диапазоне 14–34%. Причины – небольшой флот, менее вместительные суда и конкуренция. Однако в 2022–2023 гг. за счет роста ставок фрахта маржинальность дивизиона удвоилась и достигла 44–62%.

Мы ожидаем сокращения рентабельности по EBITDA морского дивизиона с 62% до 51% в 2024–2028 гг. за счет постепенного снижения ставок фрахта на контейнеровозы.

Рассмотрим основные драйверы роста и риски для морского дивизиона FESCO.

### ДРАЙВЕРЫ РОСТА

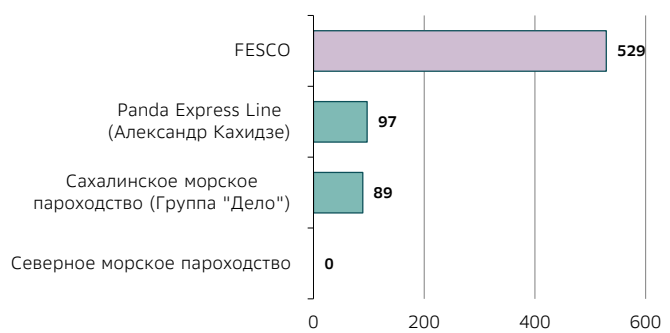
■ **Удлинение морских маршрутов из-за геополитической нестабильности в Красном море.** До недавнего времени около трети мирового контейнерного грузооборота проходило через Суэцкий канал. Из-за усиления атак хуситов в конце 2023 года судноходство через него упало более чем на 60%, а стоимость перевозок в Красном море сильно выросла из-за удорожания страховки. Перевозчики стали выбирать обходной маршрут через мыс Доброй Надежды, что дольше на 14 дней. Это привело к скоплению грузов в портах и росту спроса на свободные суда. Ставки фрахта для контейнерных морских перевозок с начала 2024 года выросли в два–три раза.

- **Нехватка собственного торгового флота в России.** Несмотря на нехватку судов и наличие в России своих судостроительных и судоремонтных предприятий, отечественной компетенции именно в строительстве средне- и крупнотоннажных контейнеровозов пока нет. Суда, которые приобретала FESCO в 2022–2023 гг., были построены на зарубежных верфях. В связи с этим масштабного увеличения собственного флота в России не ожидается. Это поддержит высокие ставки фрахта судов.

**Риски**

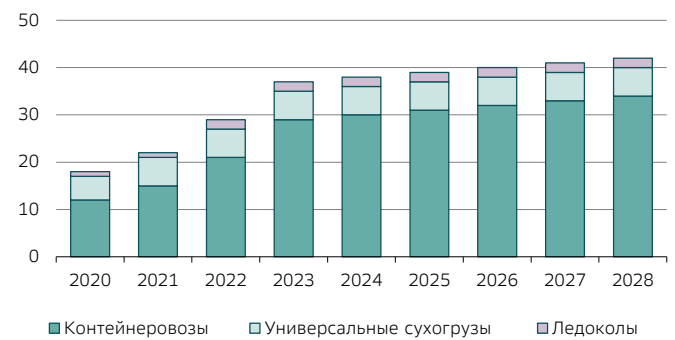
- **Возвращение международных логистических линий.** Приход китайских компаний в 2023 году на ставший премиальным российский контейнерный рынок привел к коррекции тарифов на перевозку. Европейские перевозчики также возобновляют активность. В случае восстановления конкуренции до исторических уровней стоимость фрахта контейнеровозов может снизиться.
- **Увеличение мирового торгового флота.** Столкнувшись с нехваткой контейнерного флота в 2021–2022 гг., логистические операторы увеличили заказы на строительство новых кораблей. Строительство судна занимает один–два года, поэтому основной прирост флота придется на 2025 год. Это должно охладить мировые ставки фрахта судов.
- **Строительство малотоннажных контейнеровозов на отечественных верфях.** Правительство России в 2023 году утвердило паспорт инвестиционного проекта льготного лизинга гражданских судов водного транспорта, финансируемого из ФНБ. В рамках проекта предусмотрено строительство на отечественных верфях более 40 контейнеровозов со сроком сдачи в 2026–2027 гг. Контейнеровозы класса «река-море» малой вместимости (429 ДФЭ на реке и 531 ДФЭ в море) будут использоваться на транскаспийском маршруте «Север–Юг».

**FESCO с большим отрывом лидирует по дедевету контейнерного флота в РФ, тыс. т, 2023 год**



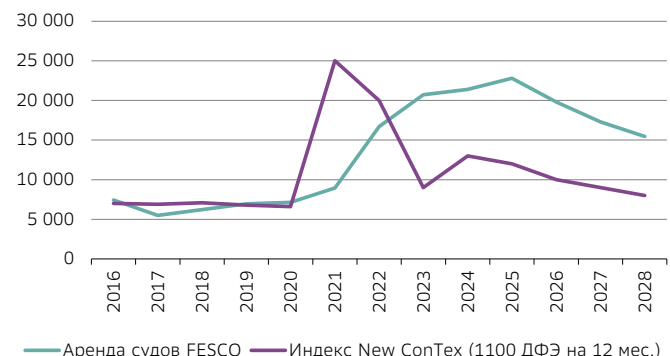
Источник: SberCIB Investment Research

**В планах FESCO – обновление флота, единиц. Объем расходов составит 30 млрд руб.**



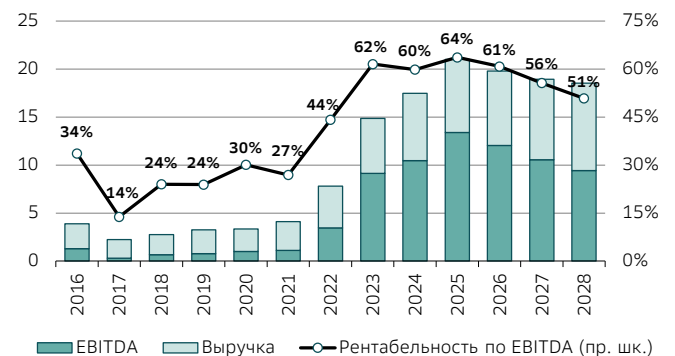
Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Ставки фрахта судов FESCO начнут корректироваться с 2025 года, тыс. руб./судосутки**



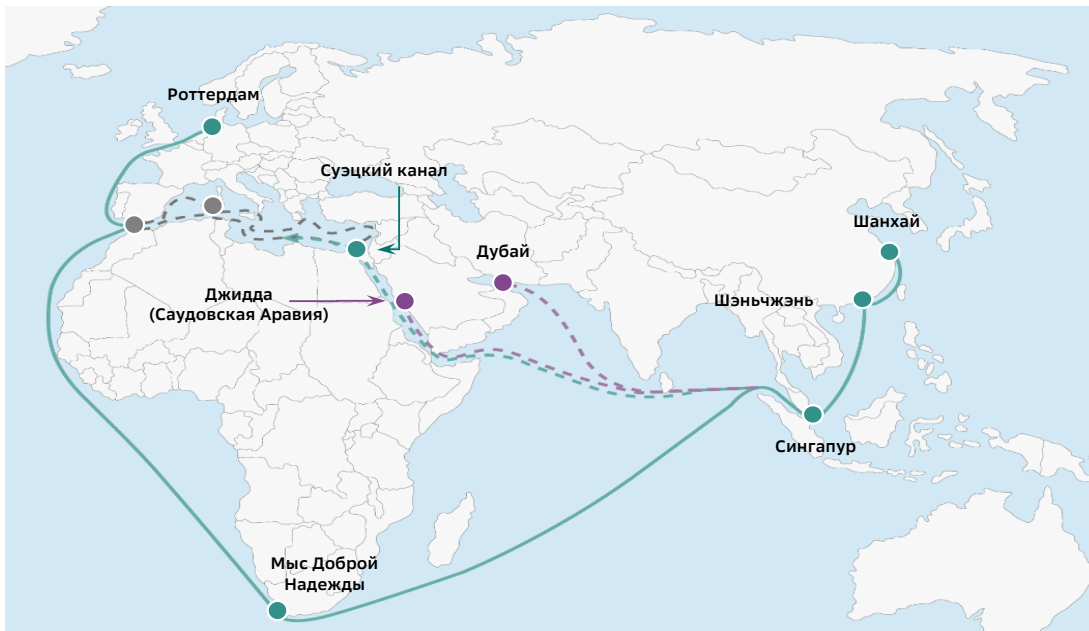
Источник: Investing.ru, компания, SberCIB Investment Research

**Выручка и EBITDA будут снижаться вслед за ставками фрахта, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Удлинение торговых маршрутов из Азии в Европу и на Ближний Восток из-за ситуации в Красном море способствует сохранению высоких ставок фрахта судов



Источник: Financial Times

## Топливный дивизион

Топливный дивизион занимается бункеровкой собственного флота FESCO в портах Владивостока.

Это самый незначительный для группы дивизион, который осуществляет вспомогательную функцию для морского дивизиона. В выручке группы на него приходится менее 1%, из которых 90% – внутригрупповые операции.

**Выручка и рентабельность.** Дивизион занимается бункеровкой собственного флота FESCO, поэтому с ростом флота в 2022–2023 гг. его выручка выросла более чем на 50%. Рентабельность дивизиона низкая: 4–5% по EBITDA. Себестоимость формируется в основном из расходов на закупку нефтепродуктов.

За счет небольшого увеличения флота FESCO выручка дивизиона в 2024–2028 гг. будет расти в среднем на 12% в год. Рентабельность дивизиона, по нашей оценке, останется на уровне 4%. В силу комплементарности бизнеса в рамках группы ожидаемое снижение стоимости топлива в 2025–2025 гг. скорее приведет к снижению стоимости бункеровки для судов FESCO, чем к росту маржинальности.

## Обзор всей группы

Если объединить прогнозы по финансовым результатам всех дивизионов FESCO, то получится следующая картина:

### Динамика финансовых показателей дивизионов FESCO

Дивизион	Динамика выручки 2024-2028 гг.	Динамика рентабельности 2024-2028 гг.	Основные тренды
Линейно-логистический	снижение на 1% в 2024 году, рост в среднем на 4% в 2025-2028 гг.	сохранение на уровне 20% в 2024-2025 гг., снижение до 14% в 2026-2028 гг.	(-) проблемы с расчетами по импорту в 2024 году; (-) снижение стоимости перевозок контейнеров из-за роста конкуренции со стороны иностранных игроков
Портовый	снижение на 8% в 2024 году, рост в среднем на 4% в 2025-2028 гг.	постепенное снижение с 58% в 2023 году до 50% в 2028 году	(-) снижение тарифов в 2024 году на перевалку в силу сокращения грузопотока через ДВ бассейн; (+) увеличение мощностей по перевалке контейнеров на 40% к 2028 году; (-) отсутствие роста тарифов по перевалке в 2025-2028 гг. в силу увеличения мощностей конкурентов
Железнодорожный	рост на 13% в год в 2024-2026 гг., снижение на 1% в 2027-2028 гг.	постепенное снижение с 56% в 2023 году до 45% в 2028 году	(+) рост парка фитинговых платформ на 30% к 2028 году; (+) сохранение высоких ставок аренды платформ в 2024-2026 гг.; (-) индексация грузового тарифа РЖД на уровень инфляции +2-3 п.п. в 2024-2028 гг.
Морской	рост на 19% в год в 2024-2025 гг., рост на 3% в 2026-2028 гг.	сохранение на уровне 60-64% в 2024-2028 гг.	(+) обновление и расширение своего флота; (+) сохранение высоких ставок фрахта в 2024-2025 гг.
Топливный	рост в среднем на 12% в год	сохранение на уровне 4%	(+) рост объемов бункеровки за счет роста собственного флота; (+) снижение стоимости топлива на фоне снижения цен на нефть в 2025-2028 гг.

Источник: SberCIB Investment Research

На консолидированную выручку группы также будет влиять рост объемов внутригрупповых операций, который ожидается в прогнозном периоде. Большинство новых мощностей портового, морского и железнодорожного дивизионов будут задействованы линейно-логистическим дивизионом.

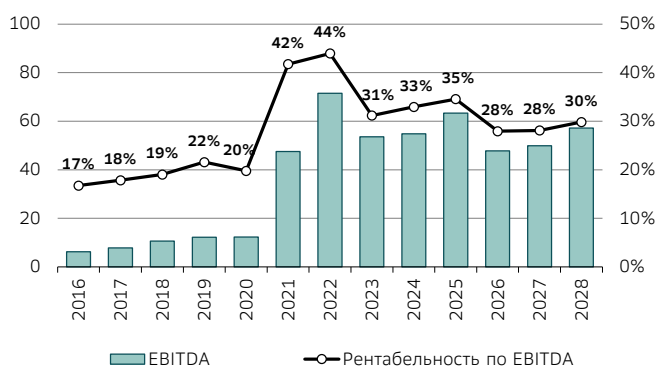
Суммируя все вышесказанное, в 2024–2028 гг. среднегодовой рост выручки FESCO, по нашей оценке, составит 2%. Рентабельность группы останется на достаточно высоком уровне – 28–35%.

### Динамика выручки FESCO



Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Динамика EBITDA FESCO



Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Стратегия развития компании

Возросший спрос на дальневосточное направление в 2022–2023 гг. вынудил FESCO работать на пределе своих мощностей. Это заставило менеджмент группы взяться за расширение активов, включая:

- увеличение пропускной способности морского порта на 40%,
- развитие сети сухих терминалов,
- обновление подвижного состава,
- обновление и расширение флота на 13% к 2028 году.

На проекты роста в 2024–2028 гг. компания потратит около 100 млрд руб. – 50% ее нынешней капитализации. Более подробно проекты FESCO представлены в таблице:

### Ключевые инвестиционные проекты FESCO

Дивизион	Проект	Мощности, 2023 год	Мощности, 2028 год	Инвестиции	Сроки	Комментарии
Линейно-логистический	Развитие сети сухих терминалов	184 тыс. ДФЭ	960 тыс. ДФЭ	н/д	2024–2027 гг.	Расширение терминала в Новосибирске, строительство новых терминалов: в Забайкальском крае (450 тыс. ДФЭ), на границе с Китаем (150 тыс. ДФЭ), в Казани (70 тыс. ДФЭ, а затем на 150 тыс. ДФЭ).
Портовый	Увеличение мощностей по перевалке контейнеров	860 тыс. ДФЭ	1 200 тыс. ДФЭ	20 млрд руб.	2024–2028 гг.	ВМТП за пять лет нарастит вместимость контейнерных складов на 66% (до 44,9 тыс. ДФЭ), увеличит количество кранов на 25% (до 70 единиц), средств механизации – на 12% (до 223 единиц). Будет произведена замена настила, которая позволит хранить контейнеры в шесть, а не в пять ярусов.
Портовый	Создание транспортно-логистического узла в порту ВМТП	0 тыс. ДФЭ	840 тыс. ДФЭ	40 млрд руб.	2025–2029 гг.	Будут созданы два глубоководных причала (№№ 17–18) общей длиной 750 м и глубиной 16,5 м, которые смогут принимать контейнеровозы на 10 тыс. ДФЭ.
Железнодорожный	Обновление парка фитинговых платформ	13 тыс. ед.	13,5 тыс. ед.	18 млрд руб.	2024–2028 гг.	В планах ежегодное приобретение 800 платформ, из них около 700 – на обновление парка. Для снижения стоимости покупки рассматриваются сделки M&A и приобретение б/у платформ.
Морской	Обновление и увеличение вместимости флота	37 судов	42 судна	29 млрд руб.	2024–2028 гг.	Ежегодно будет приобретаться три судна, из которых два будут идти на замену устаревших судов и одно – на увеличение флота.

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Особняком стоит проект по расширению причала ВМТП под нужды Севморпути. В 2021 году планировалось, что FESCO потратит на искусственную насыпь для причалов и обустройство терминала 20 млрд руб. Но мы оцениваем текущую стоимость проекта в два раза выше. По завершении строительства FESCO будет сдавать причал в аренду Росатому. Ежегодный платеж будет формироваться исходя из окупаемости проекта на 10-летнем горизонте.

### Программа капиталовложений FESCO



Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Стратегия нового акционера FESCO

В конце 2023 года Росатом стал крупнейшим акционером FESCO. Поэтому оценивать будущее оператора нужно уже в контексте стратегии госкорпорации.

**Росатом – ответственный за развитие СМП.** В 2018 году президент Владимир Путин назначил Росатом инфраструктурным оператором Северного морского пути (СМП). Это был логичный шаг, поскольку с 2008 года госкорпорация (через входящее в его структуру ФГУП «Атомфлот») уже являлась оператором атомных ледоколов, играющих ключевую роль для северного судоходства. Президентом была поставлена цель к 2024 году увеличить грузопоток по северному коридору в четыре раза – до 80 млн т.

**Реальность внесла коррективы.** В загрузке северного маршрута основная ставка делалась на экспортную составляющую, а именно на поставки СПГ с заводов НОВАТЭКа (33 млн т в 2024 году) и нефти с проекта Роснефти Восток Ойл (30 млн т в 2024 году). Однако из-за санкций в отношении российского СПГ и самоограничений РФ по добыче нефти сроки по обоим направлениям сдвинулись. Фактически в 2023 году по северному маршруту было отправлено только 36 млн т грузов, немногим больше, чем за год до этого (34 млн т в 2022 году). В 2024 году пока ожидается 40 млн т.

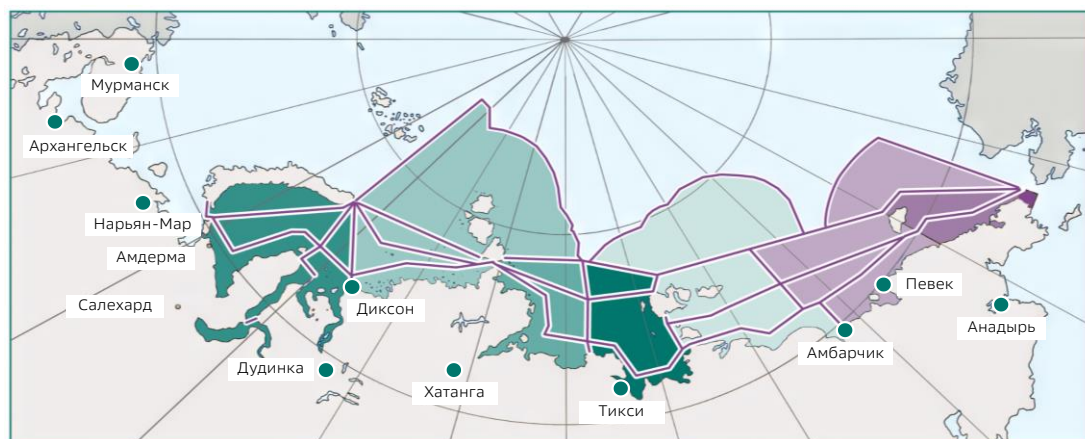
**Планы в отношении СМП сохраняются.** В 2022 году правительство утвердило новый план развития СМП с финансированием 1,8 трлн руб. и целями перевезти к 2030 году – до 150 млн т, а к 2035 году – до 220 млн т грузов.

**Плюсы и минусы СМП.** Основными преимуществами СМП – прежде всего по сравнению с маршрутом через Суэцкий канал – являются его длина (СМП в два раза короче, что существенно снижает стоимость перевозки) и отсутствие геополитических рисков. Тем не менее минусы пока тоже существенны:

- дорогая страховка от климатических рисков (айсберги, непогода),
- отсутствие круглогодичной навигации,
- необходимость в сопровождении ледоколов,
- недостаток судов, усиленных для плавания во льдах.

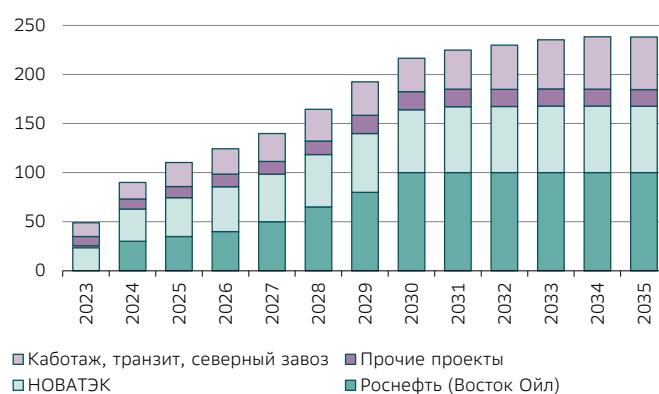
**Ставка на контейнеры.** Амбиция Росатома – в дополнение к сырьевому экспорту к 2028 году запустить на СМП контейнерную линию мощностью 30 млн т. Для реализации проекта необходимо поставить на маршрут ледоколы (чтобы обеспечить круглогодичную проводку), сформировать арктический флот и создать недостающую портовую инфраструктуру во Владивостоке (ВМТП) и Мурманске.

### Акватория Северного морского пути



Источник: Росатом

### Кто обеспечит загрузку Северного морского пути



Источник: Правительство РФ

**Наращивание мощностей.** В дорожную карту реализации стратегии Росатома отлично вписались география, компетенции и транспортно-логистическая инфраструктура группы компаний «Дело». В 2019 году госкорпорация приобрела в ней сначала 30%, а через три года нарастила долю до 49% и управляет ей на паритетных началах. Однако в феврале 2024 года ключевые активы группы «Дело» – Трансконтейнер и Восточная стивидорная компания – попали под санкции США.

**Новый актив.** С учетом попадания ключевых активов группы «Дело» под санкции передача 92,5% акций FESCO Росатому в 2024 году оказалась очень своевременной. ВМТП уже занят проектированием Восточного транспортно-логистического узла под нужды СМП. К тому же активы FESCO не под санкциями, и услугами оператора продолжают пользоваться иностранные партнеры.

**Росатом сегодня.** Всего за несколько лет, работая над проектом по развитию СМП, Росатом превратился в одну из крупнейших транспортных компаний России. На сегодня госкорпорация через доли в дочерних транспортных компаниях контролирует 27% наземных контейнерных перевозок и 30% перевалки контейнеров в портах.

**Влияние на FESCO.** На наш взгляд, развитие СМП и работа в периметре Росатома несут для FESCO ряд рисков, включая каннибализацию текущего бизнеса оператора и угрозу санкций:

- Развитие СМП создаст прямую конкуренцию контейнерному потоку на сухопутных маршрутах, где сейчас работает FESCO.

- Запуск причалов для СМП в порту ВМТП мощностью 864 тыс. ДФЭ отвлечет на себя часть контейнерооборота, который сейчас обслуживается FESCO.
- Работа над стратегическим проектом по развитию СМП и наличие Росатома как главного акционера делают FESCO более заметной целью для международных санкций. Последнее было бы крайне негативно для бизнеса компании.

**Через 92,5% в FESCO и 49% в группе «Дело» Росатом контролирует порядка 30% рынка контейнерной логистики**



Источник: Морцентр-ТЭК, компании, СММ, SberCIB Investment Research

**Росатом нарастил свое присутствие во всех сегментах логистики за счет участия в капитале группы «Дело» и FESCO**



Источник: компании, СММ, SberCIB Investment Research



## Долговая нагрузка

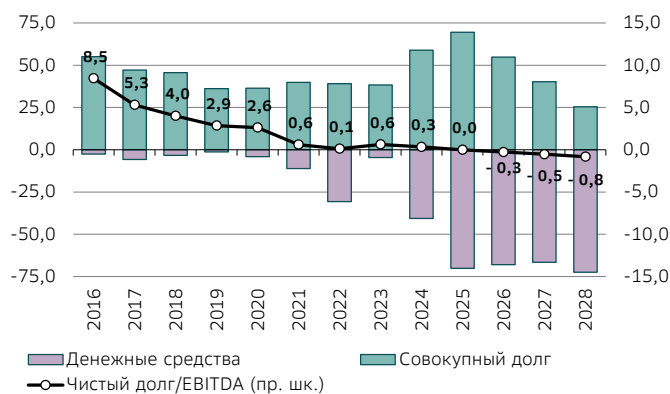
У FESCO на протяжении многих лет были проблемы с долговой нагрузкой:

- Заметное увеличение долга FESCO произошло в 2012–2013 гг. (с 28 млрд руб. до 42 млрд руб.) в результате выдачи займов новому акционеру, группе «Сумма», для покупки контрольного пакета оператора. Большая часть займов была в валюте.
- Девальвация рубля в 2015 году привела к увеличению долга уже до 66 млрд руб. Сложная экономическая ситуация в стране и снижение импортного товарооборота привели к усугублению убытков FESCO в 2015 году (до 12 млрд руб.). Долговая нагрузка по показателю «чистый долг/ЕБИТДА» выросла до 10.
- FESCO неоднократно допускала дефолты по своим облигациям, пока ВТБ в 2017 году не открыл группе кредитную линию на \$680 млн на погашение проблемных долгов под залог почти 94% акций ВМТП, 73% акций FESCO и акций дочерних компаний.
- В 2021 году FESCO рефинансировала свои валютные обязательства перед ВТБ в рублевый кредит на 25,8 млрд руб.
- Спасла компанию сильно улучшившаяся конъюнктура рынка в 2021–2023 гг. Показатель «чистый долг/ЕБИТДА» с 2019 по 2023 гг. снизился с 2,9 до 0,6. Причем произошло это исключительно за счет четырехкратного роста ЕБИТДА при увеличении чистого долга на 6%.

На конец 2023 года кредитные обязательства FESCO составили 26,5 млрд руб. Из них 80% обслуживаются по плавающей ставке КС+1,8 п. п. Совокупный долг с учетом арендных обязательств немногим превышает 38 млрд руб. Чистый долг – 34 млрд руб.

В 2024–2028 гг. мы ожидаем сохранения положительного чистого денежного потока FESCO на уровне 10–21 млрд руб. в год, что позволит компании постепенно гасить долг. Тем не менее менеджмент может привлечь и заемные средства – в случае необходимости ускорить инвестпроекты или под сделки М&А. По нашим расчетам, FESCO может выйти на чистую денежную позицию уже в 2026 году.

### Долговая нагрузка FESCO будет снижаться за счет роста денежной позиции



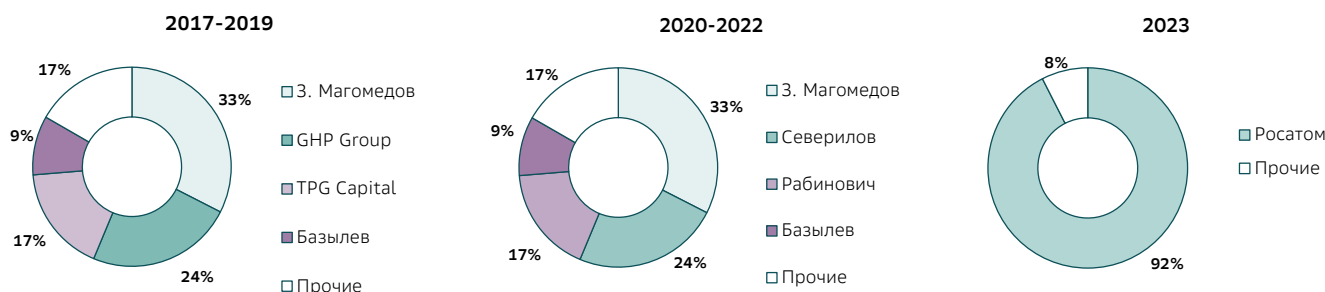
Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Акционерная история

### Акционерная история FESCO не была простой.

- Дальневосточное морское пароходство было зарегистрировано как государственное предприятие в 1991 году. Одним из первых серьезных акционеров FESCO стала группа «Промышленные инвесторы» Сергея Генералова.
- В 2012 году Генералов продал FESCO группе «Сумма» братьев Зиявудина и Магомеда Магомедовых. В силу амбиций братьев создать логистическую империю группа «Сумма» в разное время также владела долями в НМТП и Трансконтейнере.
- В 2018 году в отношении братьев Магомедовых было возбуждено уголовное дело, по которому только в 2022 году был вынесен обвинительный приговор. В 2020 году, в разгар акционерного конфликта, долю американской TPG Capital и GHP Group выкупили структуры Михаила Рабиновича и Андрея Северилова.
- В 2023 году суд не только изъял 32,5% акций Зиявудина Магомедова в пользу государства, но и потребовал вернуть государству пакеты Рабиновича, Северилова и Сергея Базылева, который на тот момент владел пакетом в 9,6% акций. В итоге в 2024 году весь пакет в 92,5% был передан Росатому.

### Структура акционеров FESCO часто менялась



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Новый акционер – новая стратегия.** Частая смена акционеров обусловила отсутствие четкой стратегии FESCO в течение многих лет. Впрочем, улучшение конъюнктуры рынка не только сгладило этот недостаток, но и стало источником ресурса для развития компании. Приход Росатома должен определить новый вектор развития FESCO.

**Возможно понижение уровня листинга.** Акции FESCO с мая 2022 года были переведены из третьего уровня листинга во второй. Сейчас для нахождения во втором уровне листинга free float должен быть не менее 1%, а с 1 июня 2025 года – не менее 10%, что повышает вероятность понижения уровня листинга акций FESCO.

**Дивидендов не ожидается.** FESCO не распределяет прибыль среди акционеров с 2022 года, а серьезная инвестиционная программа не оставляет надежд на выплату дивидендов компанией в среднесрочной перспективе.

**Вероятность делистинга сохраняется.** После перехода контрольного пакета акций FESCO Росатому глава госкорпорации Алексей Лихачев заявил об отсутствии намерений выкупать оставшиеся акции оператора с рынка. Тем не менее, на наш взгляд, вероятность делистинга FESCO на среднесрочном горизонте остается.

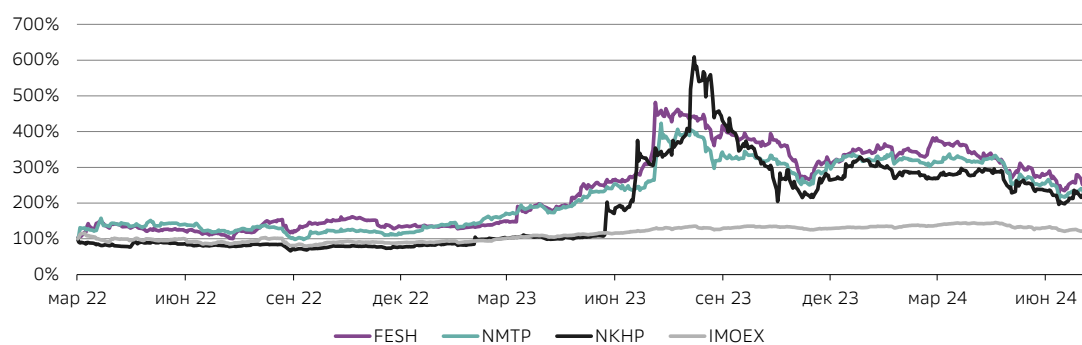
**Крупный арабский оператор DP World давно интересуется долей в FESCO.** Впервые DP World заявила о желании приобрести совместно с Российским фондом прямых

инвестиций (РФПИ) 35–40% FESCO в 2017 году. В 2020 году DP World даже направила правительству РФ план приобретения 49% FESCO, однако сделка не состоялась.

С 2023 года Росатом и DP World сотрудничают в рамках проекта развития СМП. Госкорпорация заинтересована в долгосрочном участии DP World в развитии контейнерных перевозок по северному маршруту. Поэтому мы не исключаем синергии логистов, в том числе на уровне акционерного капитала FESCO.

**Развитие публичной акционерной истории маловероятно.** Опасения санкций сделали FESCO неактивной в публичном поле. У нового акционера также нет цели развивать акционерную историю оператора, особенно после печального опыта с попаданием под санкции компаний группы «Дело».

#### Акции FESCO с марта 2022 года показали лучшую доходность среди российских транспортных компаний



Источник: Investing.com

## Сравнение с аналогами

Для информации мы приводим ниже таблицу с финансовыми показателями в долларах и рыночными коэффициентами глобальных конкурентов FESCO, а также отечественных представителей сектора. Из данных видно, что FESCO всегда торговалась дешевле иностранных аналогов, несмотря на сопоставимую рентабельность. Среди российских конкурентов FESCO выглядит дешевле НМТП и НКХП в силу многосоставной структуры бизнеса, непростой акционерной истории и отсутствия дивидендов.

### Финансовые показатели и рыночные коэффициенты логистических операторов

Название	Страна	Текущая капитализация, \$ млн	Ср. темпы роста в 2019-2023 гг.		Среднее значение за 2019-2023 гг.					
			Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	P/E	Див. доходность, %	
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Evergreen Marine Corp Taiwan	Китай	12 400	27%	142%	35%	1,2	4,3	108	13%	
Yang Ming Marine Transport Corp.	Китай	7 935	17%	452%	33%	-0,7	3,4	9	14%	
Wan Hai Lines	Китай	7 465	32%	159%	32%	-0,5	5,5	1	5%	
Qatar Navigation QSC	Китай	3 520	5%	4%	27%	0,9	13,8	37	4%	
Shanghai Zhonggu Logistics Co	Китай	2 487	9%	27%	23%	-1,2	5,1	11	5%	
Costamare Inc.	Китай	2 010	34%	51%	60%	4,5	8,0	27	7%	
COSCO SHIPPING Specialized Carriers	Китай	1 825	10%	19%	17%	5,0	11,7	45	1%	
Danaos Corp.	Китай	1 803	18%	65%	60%	2,5	4,3	2	2%	
Shanghai Jinjiang Shipping Group Co	Китай	1 650	21%	50%	34%	-1,8	6,6	19	0%	
Pan Ocean Co	Южная Корея	1 580	14%	25%	18%	1,9	5,9	13	1%	
<b>Среднее</b>		<b>4 268</b>	<b>19%</b>	<b>99%</b>	<b>34%</b>	<b>1,2</b>	<b>6,9</b>	<b>27</b>	<b>5%</b>	
<b>Медиана</b>		<b>2 249</b>	<b>18%</b>	<b>51%</b>	<b>32%</b>	<b>1,1</b>	<b>5,7</b>	<b>16</b>	<b>5%</b>	
<b>Развитые рынки</b>										
Napag-Lloyd AG	Германия	32 800	16%	84%	30%	0,6	5,7	14	14%	
AP Moller - Maersk A/S	Дания	29 360	10%	52%	26%	0,5	4,0	-65	11%	
DP World	ОАЭ	13 500	28%	13%	37%	4,3	8,5	9	3%	
ZIM Integrated Shipping Services	Израиль	2 733	30%	195%	32%	0,3	-0,9	1	н/д	
Stolt-Nielsen	Бермудские о-ва	2 700	6%	11%	24%	3,9	5,5	16	4%	
Global Ship Lease Inc	Великобритания	1 030	36%	131%	53%	3,2	4,9	3	6%	
<b>Среднее</b>		<b>13 687</b>	<b>21%</b>	<b>81%</b>	<b>33%</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-4</b>	<b>8%</b>	
<b>Медиана</b>		<b>8 116</b>	<b>22%</b>	<b>68%</b>	<b>31%</b>	<b>1,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6</b>	<b>6%</b>	
<b>FESCO</b>	<b>Россия</b>	<b>2 200</b>	<b>21%</b>	<b>75%</b>	<b>28%</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3</b>	<b>0%</b>	
<b>НМТП</b>	<b>Россия</b>	<b>2 000</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>	<b>66%</b>	<b>0,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5</b>	<b>9%</b>	
<b>НКХП</b>	<b>Россия</b>	<b>700</b>	<b>-4%</b>	<b>13%</b>	<b>55%</b>	<b>0,3</b>	<b>7,4</b>	<b>10</b>	<b>3%</b>	

Источник: Investing.ru, SberCIB Investment Research

## Ограничение ответственности