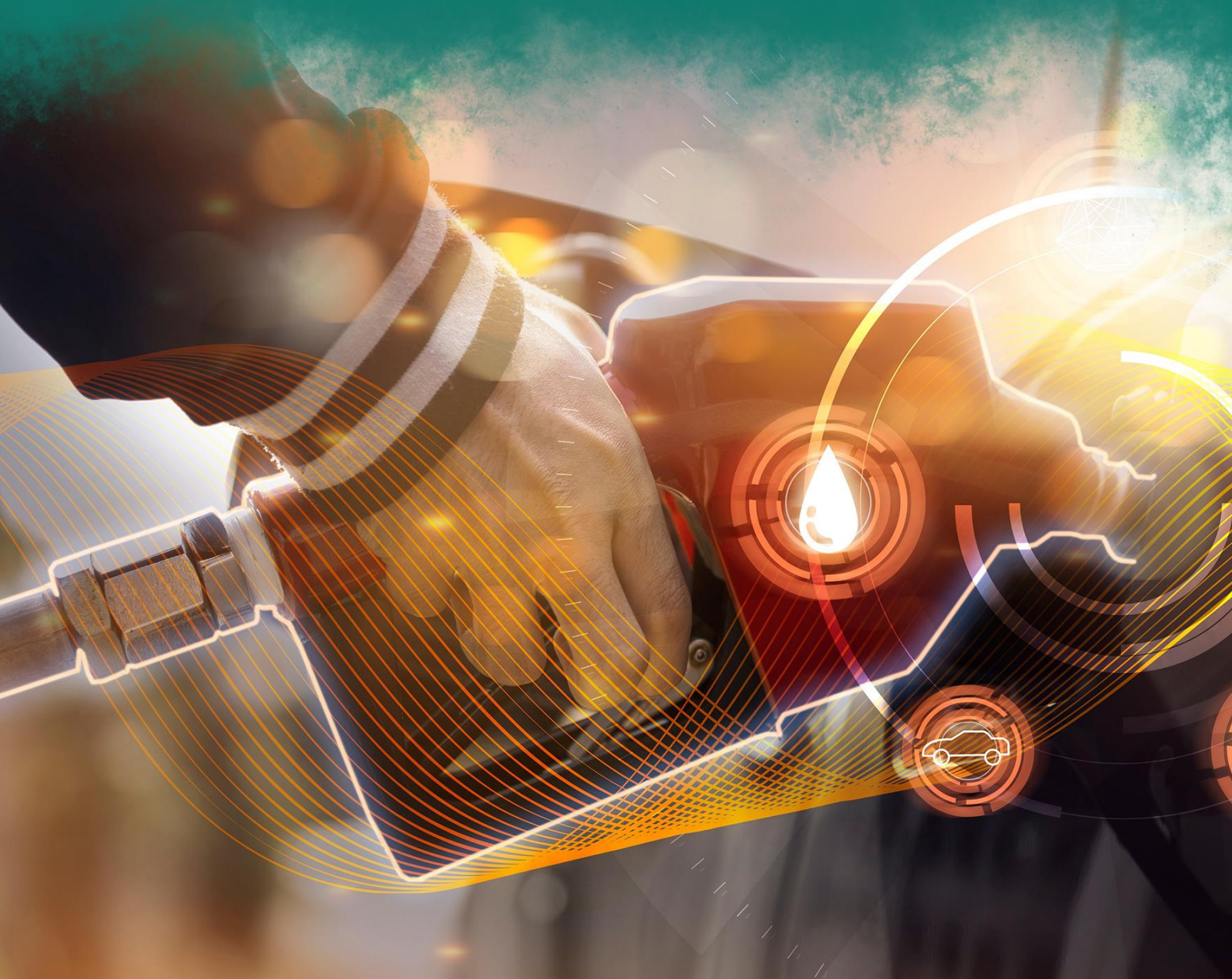


ЕвроТранс

IPO на заправках

22 МАРТА 2024



ЕвроТранс

ПАО «ЕвроТранс» – независимая сеть из 56 заправок, расположенных в Московском регионе под брендом «Трасса». В прошлом году компания вышла на IPO с оценкой 40 млрд руб. Группа компаний «Трасса» с 2014 года была сильно закредитована, и до сих пор ситуацию улучшить не удалось. В ближайшие 10 лет ЕвроТрансу предстоит выкупить АЗС, когда-то основанные ее акционерами. Выкуп на сумму более 20 млрд руб. будет проходить через лизинг по высоким ставкам. Проблема долгового бремени усугубляется низкой маржинальностью оптового бизнеса и нестабильностью розничного направления. В настоящее время компания делает ставку на будущее нетопливного бизнеса, и в своей инвестиционной программе делает акцент на «розетки» для электромобилей. Это высокомаржинальный бизнес – рентабельность по EBITDA составляет 35% против 10% у всего ЕвроТранса. Однако за него придется конкурировать с Россетями, и из-за высокой конкуренции он вряд ли значительно повысит стоимость компании.

- **Цены на бензин и маржинальность.** Продажа топлива – консервативное и низкомаржинальное бизнес-направление. Розничные цены в прогнозном периоде вряд ли будут расти быстрее инфляции, так как рост цен на топливо контролирует государство и в случае необходимости задействует «ручное управление» – правительство корректирует демпфер, ограничивает экспорт топлива за рубеж и т. д. Согласно нашим расчетам, по итогам 2023 и 2024 гг. валовая рентабельность розничной торговли бензином у ЕвроТранса может составить около 20%. О динамике оптовых цен судить сложнее – на них влияют зарубежные котировки, размер демпфера, курс рубля и прочие факторы. К тому же компания располагает собственной нефтебазой, что не только защищает от роста цен, но и способствует повышению рентабельности в периоды резкого подорожания нефтепродуктов. Пока стоимость топлива остается стабильной, валовая маржа вряд ли превысит 5–6%.
- **В центре внимания нетопливный бизнес.** Как и у других сетей АЗС, придорожные магазины и кафе – самый маржинальный сегмент у ЕвроТранса. Наценка достигает 80%, а рентабельность по EBITDA в этом сегменте в 2023 году может составить более 35% против 3% в сегменте продаж топлива оптовикам и 13% – в розницу. ЕвроТранс позиционирует себя как одну из самых эффективных сетей АЗС в Московском регионе по такому показателю, как затраты клиента на литр топлива: 10 руб. против 7 руб. у ВИНК (вертикально-интегрированных нефтяных компаний). Правда, масштабировать этот бизнес сложно – сделать это можно только за счет расширения сети заправок и увеличения потока клиентов.
- **Ставка на зарядные станции для электромобилей.** В условиях невысокой маржинальности продаж топлива оптом и в розницу ЕвроТранс делает ставку на развитие электроразрядных станций (ЭЗС) и намерен увеличить долю этого сегмента в EBITDA до 20% к 2026 году. Большая часть предстоящих инвестиций (8,5 млрд руб. из 14 млрд руб.) будет направлена именно на этот проект. Это достаточно привлекательный бизнес – покупая 1 кВт электроэнергии за 7 руб., компания продает его клиентам за 19 руб. Успешная реализация стратегии сильно зависит от способности конкурировать с Россетями и темпов ребрендинга заправок. Мы консервативно смотрим на сегмент ЭЗС ЕвроТранса, оцениваем проект в 2,87 млрд руб. (7% от рыночной капитализации) и ждем, что его EBITDA превысит 1 млрд руб. лишь в 2030 году.

- **Ребрендинг привлечет новых клиентов.** Сейчас большая часть АЗС ЕвроТранса требует обновления. Следовательно, чем быстрее компания проведет ребрендинг заправок, тем больше шансов у нее увеличить доходы от нетопливного бизнеса – нарастить число покупателей в супермаркетах и привлечь владельцев электромобилей, которые относятся к среднему классу и требовательны к комфорту. На эти цели компания намерена потратить 1,3 млрд руб. в ближайшие три года.
- **Большая часть заправок (54 АЗС) находится в лизинге.**¹ Важно отметить, что компания, вышедшая на IPO (ПАО «ЕвроТранс»), не владеет почти никакими активами, кроме бензовозов, автобазы и завода по производству незамерзающей жидкости. Ключевые активы (54 АЗС и нефтебаза) принадлежат Газпромбанк Лизингу и стоят на балансе ЕвроТранса в форме лизинга. Согласно договору, ЕвроТранс будет выкупать эти активы за 21,7 млрд руб. в течение 10 лет через финансовый лизинг по плавающей ставке (ключевая ставка ЦБ плюс 3%), что невыгодно в период жесткой монетарной политики. В первой половине прошлого года на проценты по займам и аренде пришлось почти 40% EBIT компании. Долговая нагрузка ЕвроТранса находится за пределами комфортного уровня – она составляет 4,2 по показателю «чистый долг/ЕБИТДА» с учетом лизинга.
- **Дальнейший успех зависит от эффективного управления привлеченным капиталом.** В прошлом году компания вышла на публичный рынок капитала – сначала долгой (она привлекла 11 млрд руб.), а потом акционерный, где по итогам внебиржевого и биржевого IPO ЕвроТранс привлек 13,5 млрд руб. Часть средств компания обещала направить на выкуп заправок по лизингу.
- **Низкая дивидендная доходность.** Акционеры ЕвроТранса уже получили дивиденды через несколько дней после IPO – 8,8 руб. на акцию, или 3,5% от цены размещения. Эта операция напоминает кешбэк за участие в сделке. В стратегии для инвесторов компания раскрыла, что планирует выплатить акционерам за 2023 год 75% чистой прибыли, с 2026 года распределять не менее 50%, а с 2032 – не менее 40%. Сокращение коэффициента выплат компания объясняет инвестиционной программой. По итогам 2023 и 2024 гг. дивиденды составят соответственно 8,2 руб. и 10 руб. на акцию, что предполагает не очень высокую доходность с учетом текущей цены акций: 2,8% и 3,4%.

¹ На начало 2023 года

Слабые и сильные стороны ЕвроТранса

Если ВИНК не будут проявлять интереса к активному развитию электростанций, и ЕвроТрансу удастся выиграть конкуренцию за этот рынок у Россетей, это обеспечит хороший потенциал роста ключевых финансовых показателей компании. Однако сейчас этот бизнес под давлением из-за высокой ставки ЦБ – около 70% долга ЕвроТранс привлек по плавающей ставке (ключевая ставка ЦБ плюс 3%).

Сильные стороны

- **Хорошая рентабельность нетопливного бизнеса.** Валовая рентабельность придорожных кафе и ресторанов находится на уровне 70%, супермаркетов – 40%. В прошлом году на 1 литр проданного топлива приходилось почти 10 руб. потраченных в супермаркете и почти 6 руб. – в кафе и ресторанах. Компания называет себя одной из самых эффективных по этому показателю. Мы считаем, что рентабельность этого направления останется высокой, однако масштабировать такой бизнес будет сложно.
- **Хорошее расположение заправок.** Заправки компании расположены вдоль трасс федерального назначения. Это «плюс» не только в настоящее время, но и в будущем – компания сможет привлечь больше электромобилей, если успешно запустит ЭЭС.
- **Льгота на подключение к электростанциям.** С лета 2022 года операторы ЭЭС по программе поддержки [могут получить](#) из бюджета субсидию на присоединение к электросетям быстрых ЭЭС. От стоимости ЭЭС можно компенсировать 60%, но не более 1,86 млн руб., и до 30% от стоимости присоединения к электросети, но не более 900 тыс. руб. Получается, что цена станции, которая соответствует условиям субсидий, составляет 3,1 млн руб. – это чуть больше стоимости инвестиций в ЭЭС ЕвроТранса. Компания планирует подать заявку на субсидии в начале 2024 года и может получить суммарно до 230 млн руб. льгот к 2032 году.
- **Низкий интерес ВИНК к ЭЭС.** Крупные нефтяные компании слабо заинтересованы в активном развитии ЭЭС, хотя у некоторых из них есть пилотные проекты. Для ВИНК сеть заправок – это лишь форма сбыта нефтепродуктов, а не бизнес-сегмент, который бы они хотели максимально монетизировать.
- **Возможная консолидация рынка.** Небольшие независимые игроки существуют в довольно непростых условиях. Каждый топливный кризис и снижение маржи до 1–3 руб. могут стать критическими для небольших сетей. Сокращение числа игроков будет небольшим преимуществом для ЕвроТранса.

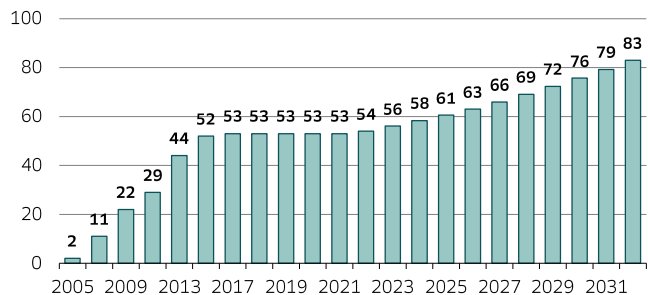
Слабые стороны

- **Ставка ЦБ будет снижаться медленно.** ЕвроТранс около 70% долга привлек по плавающей ставке (ключевая ставка ЦБ РФ плюс 3%), поэтому компания очень чувствительна к высоким ставкам. На заседании 16 февраля ЦБ не стал повышать ставку, но тон его комментариев остался жестким. Банк России дал понять, что снижение ставки начнется позднее, чем ожидал рынок, а сам цикл снижения будет более плавным. Мы ждем, что ставка ЦБ составит 12% на конец 2024 года и 9% на конец 2025 года.
- **Конкуренция за рынок ЭЭС с Россетями.** У Россетей, которые активно расширяют сеть ЭЭС, больше преимуществ в том, что касается подключения и расходов. Сейчас основной вопрос – какую долю рынка займут отдельные игроки, когда этот рынок сформируется.

- **Атаки на российские НПЗ.** С начала года было совершено 13 атак БПЛА на российские нефте- и газоперерабатывающие предприятия. Министр энергетики Николай Шульгинов заявил, что с начала года нефтепереработка сократилась на 7%, но при этом рынок остается сбалансированным. Новые атаки на российские НПЗ могут привести к дальнейшему повышению оптовых цен на бензин, которые с начала года уже выросли на 25%. Это снизит рентабельность АЗС, так как розничные цены отстают от оптовых по темпам роста.

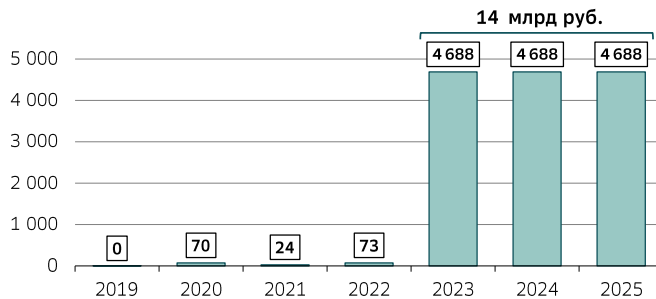
Основные показатели компании

Число АЗС, шт.



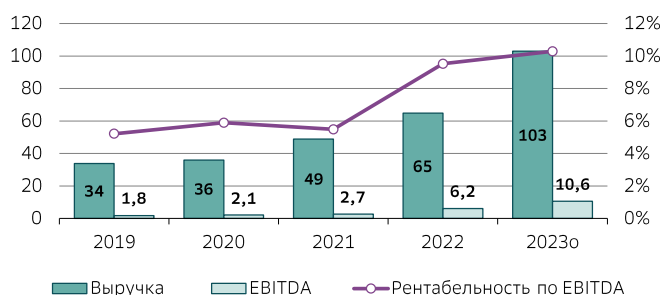
Источник: ЕвроТранс

Капиталовложения, млн руб.



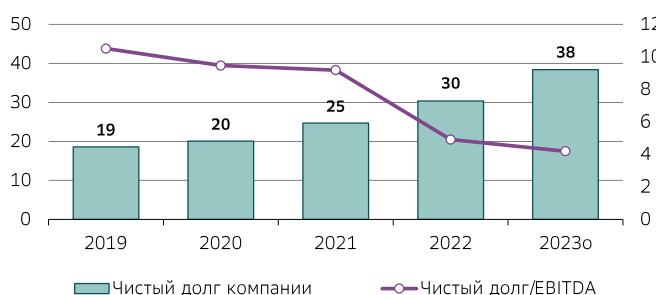
Источник: ЕвроТранс

Динамика выручки и EBITDA, млрд руб.



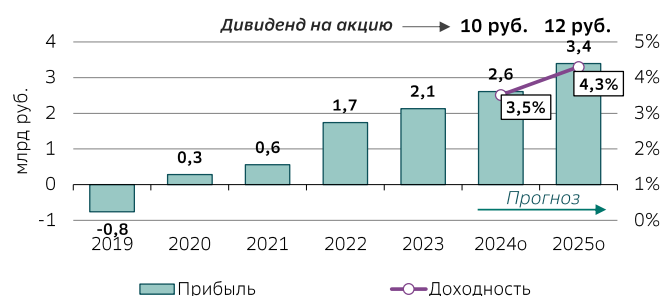
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Долговая нагрузка с учетом лизинга, млрд руб.



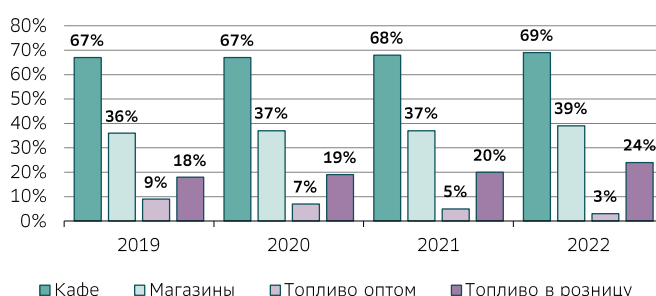
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Прибыль и дивиденды



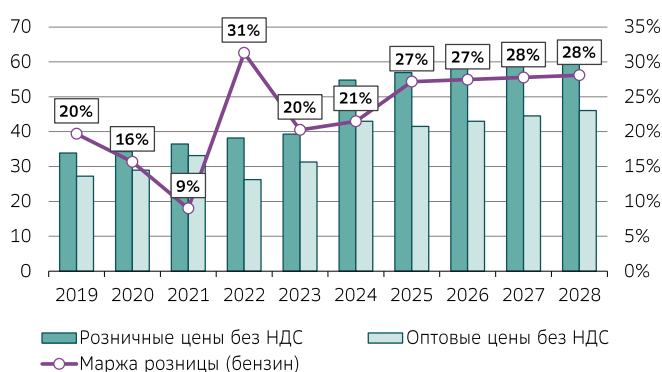
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Валовая маржа бизнес-сегментов ЕвроТранса



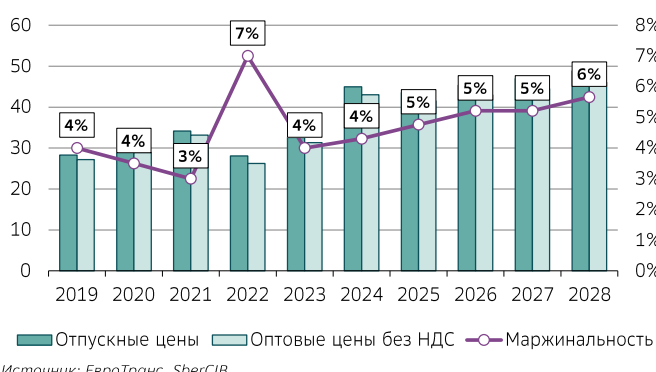
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Маржинальность розничных продаж топлива в Московском регионе



Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Маржинальность оптовых продаж топлива в Московском регионе



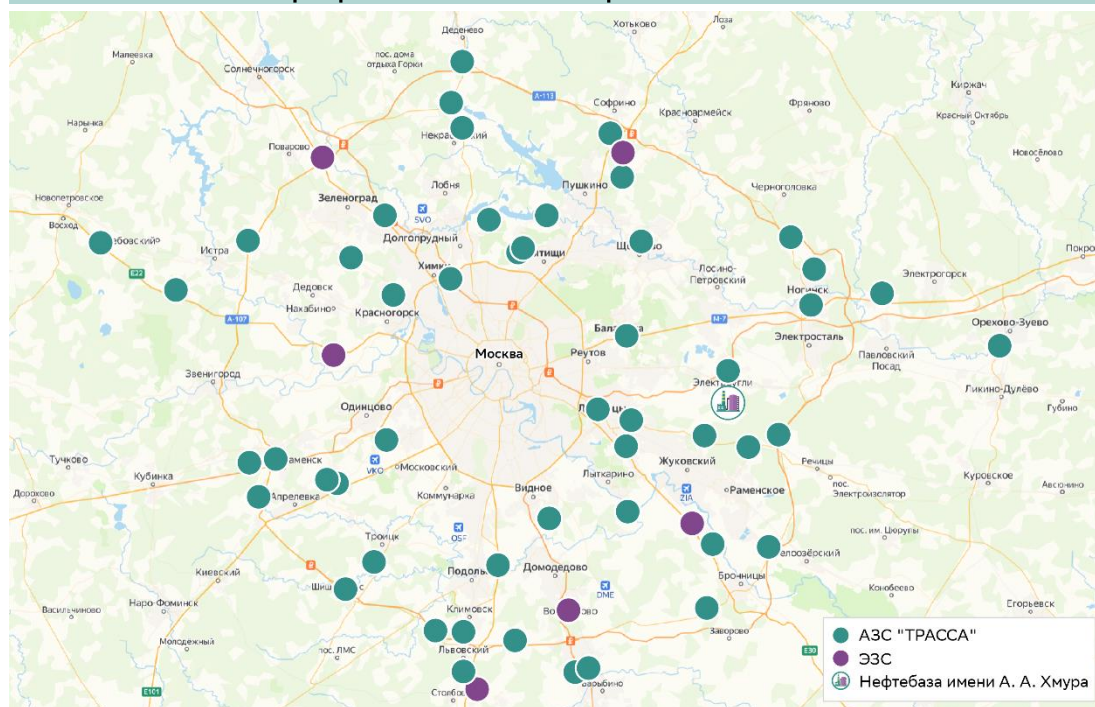
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

О компании и акционерах

ЕвроТранс – это сеть АЗС полного цикла, предоставляющая услуги хранения и перевозки топлива, а также продажи его более мелким независимым АЗС. Возглавляют компанию ее акционеры и основатели, которые заинтересованы в эффективном управлении компанией.

ЕвроТранс – одна из крупнейших независимых сетей АЗС под брендом «Трасса», расположенных в Московском регионе. Управление этой сетью перешло к ЕвроТрансу в начале 2019 года. Большая часть АЗС находится за пределами МКАД на магистральных трассах. Всего у компании 56 заправок, ее доля рынка составляет 3,2% по числу заправок и 4,3% по продажам топлива. В последнее десятилетие независимых сетей АЗС стало заметно меньше в результате консолидации рынка, и в этом сегменте «Трасса» конкурирует с компаниями «Нефтьмагистраль» (95 заправок) и «ТрансАЗС» (80 заправок).

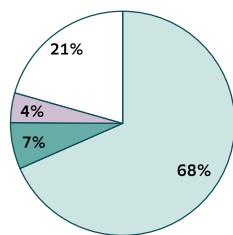
Расположение АЗК ЕвроТранса в Московском регионе



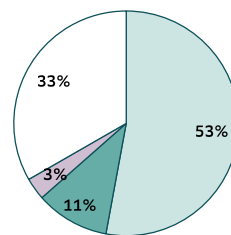
Источник: ЕвроТранс

Доля ЕвроТранса на рынке АЗК в Московском регионе

По продаже топлива



По количеству АЗК

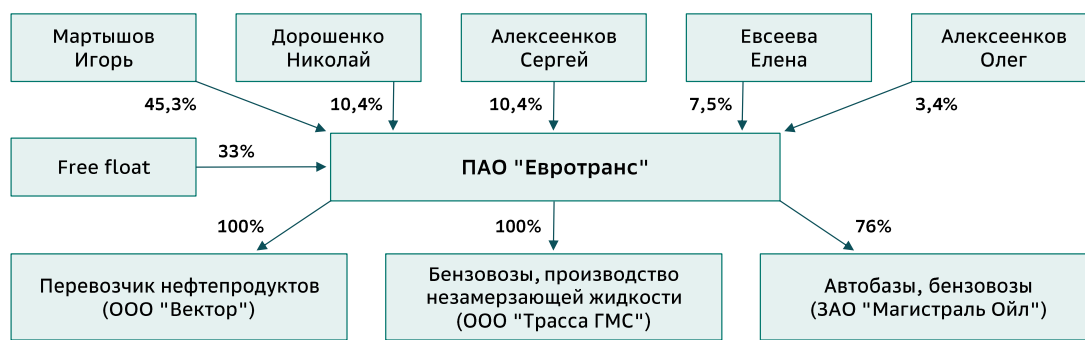


Вертикально интегрированные компании
 Независимые сети
 ЕвроТранс
 Прочие

Источник: ЕвроТранс

Группу компаний «Трасса» (далее – ЕвроТранс) основали в 1997 году Николай Дорошенко (15%) и Александр Хмура, именем которого названа нефтебаза, арендуемая компанией. Предпоследним акционером ЕвроТранса была Светлана Карпова – ей принадлежало 100% с 2019 по 2021 гг. В апреле 2022 года она продала компанию четырем физлицам, в том числе ее основателям. Часть акционеров занимает руководящие должности в компании, что делает их более заинтересованными в эффективности бизнеса.

Структура акционеров ЕвроТранса до IPO



Источник: Российский топливный союз

Сейчас ЕвроТранс можно назвать компанией полного цикла в своем сегменте – она закупает топливо на бирже, которое может хранить на арендуемой нефтебазе и перевозить бензовозами как в сторону своих АЗС, так и продавать партнерам. Развитие сети АЗС идет по «универсальному» пути – на заправках есть кафе, электророзрядки, внедряется сегмент заправки газом.

Структура бизнес-направлений ЕвроТранса

	Кол-во	Описание деятельности	Доля рынка в Московском регионе
Автозаправки	56	Большая часть заправок расположена за МКАДом в Московском регионе вдоль трасс федерального назначения. Помимо бензина, автомобилистам доступны нетопливные товары. При заправочных станциях есть супермаркеты и кафе, что повышает привлекательность сети.	4,3%*
Электрзаправочные станции	10	Станции предназначены для быстрой зарядки электромобилей. На каждой станции от двух до четырех зарядных устройств мощностью по 150 кВт каждое. На зарядку аккумулятора требуется 15–25 минут. Это новый вид бизнеса, который ЕвроТранс начал развивать в 2022 году.	14,0%
Парк бензовозов	49	Компания перевозит топливо как для себя, так и других оптовиков, а также сдает в аренду бензовозы.	4,8%**
Нефтебаза им. Хмура	1	Нефтебаза объемом 20 тыс. т, предназначенная для хранения всех видов топлива, позволяет переливать до 200 тыс. т в месяц – это почти 20% от продаж компании за 2022 год. Расположена в Московской области в 150 км от Носовихинского шоссе, недалеко от ст. Электроугли. Это дает возможность транспортировать топливо как бензовозами, так и железнодорожными цистернами. Наличие нефтебазы дает хорошую защиту от роста цен на топливо.	5,9%
Завод по производству незамерзающей жидкости и стеклоочистителей	1	В 2021 году завод выпустил более 300 000 канистр стеклоомывающей жидкости. Более 60% произведенной продукции компания реализует через другие торговые сети.	4,7%
Рестораны	4	Рестораны площадью 800 кв. м каждый.	100%
Фабрика-кухня	1	Обеспечивает продукты питания для кафе АЗС.	18,0%***

* От числа автозаправок

** От объема перевозок

*** От объема продаж

Источник: ЕвроТранс

Ситуация на топливном рынке России

На российском топливном рынке с некоторой периодичностью возникают дисбалансы, которые приводят к резкому снижению маржинальности российских АЗС. Если в такие периоды заправочные сети вертикально интегрированных компаний могут получить поддержку от материнских структур, то независимым АЗС приходится самим решать проблему падающей рентабельности.

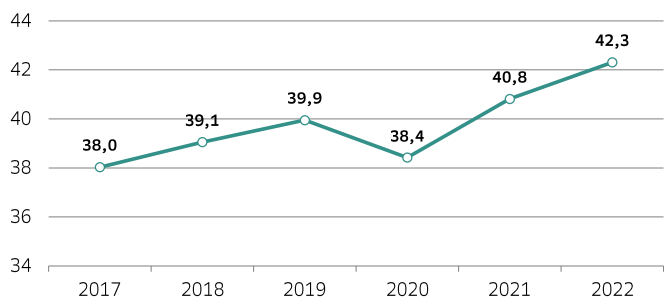
Производство бензина и дизеля в России относительно стабильно и составляет в среднем соответственно около 39 млн т и 80 млн т в год. Эта стабильность обусловлена тем, что НПЗ не могут быстро менять ассортимент производимых нефтепродуктов. Существенно изменить доли выпускаемых нефтепродуктов можно только в результате модернизации НПЗ.

Российское производство бензина полностью покрывает потребности внутреннего рынка, а оставшийся излишек (около 10-20%) продается за рубеж. До кризиса 2022 года основными покупателями российского бензина были США и страны Европы, а сейчас это Нигерия, ОАЭ и Ливия. Даже небольшой сдвиг потоков топлива в сторону экспорта приводит к его дефициту на внутреннем рынке и топливному кризису.

После самого сильного дисбаланса, возникшего в 2018 году, правительство ввело топливный демпфер – механизм, выравнивающий внутренние и внешние цены для поставщиков. Он был основан на экспортном паритете, и его суть в том, что государство компенсирует нефтяным компаниям недополученную прибыль (68% для бензина и 65% для дизеля), если экспортные цены превышают внутренние. Когда цены на внутреннем рынке становились выше экспортных, нефтяники, наоборот, доплачивали разницу в бюджет.

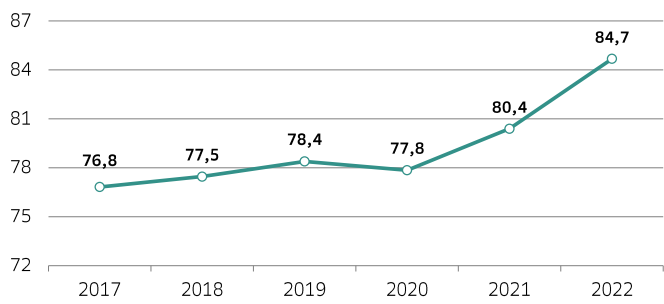
Механизм оказался неидеальным и за весь период своего существования менялся пять раз. В 2019 и в 2021 гг. были скорректированы индикативные цены, в 2022 году – размер компенсации компаниям, а в 2023 году стали учитывать дисконт цены Юралз к Brent. Если бы цена бензина формировалась без демпфера, то розничные котировки были бы более волатильны – их отклонение в обе стороны увеличилось бы на 5 руб.

Производство бензина в России, млн т



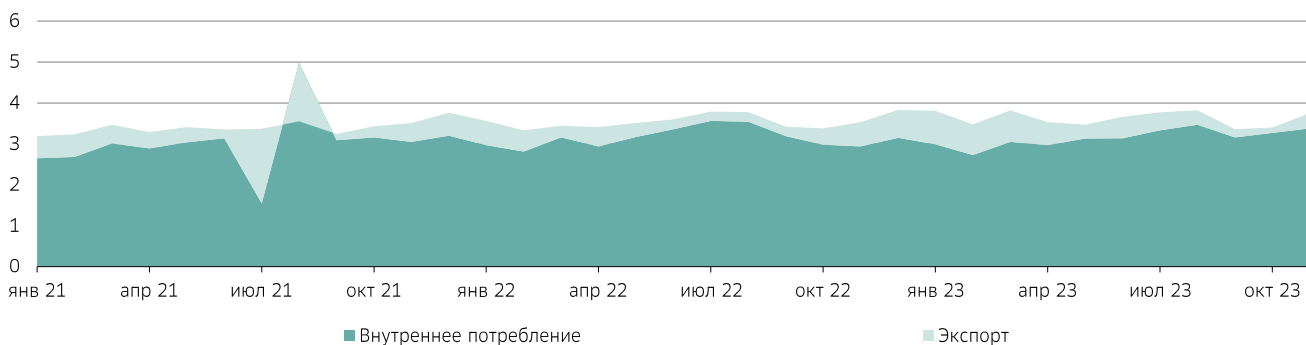
Источник: Росстат

Производство дизеля в России, млн т



Источник: Росстат

Объемы экспорта и внутреннего потребления бензина в России, млн т

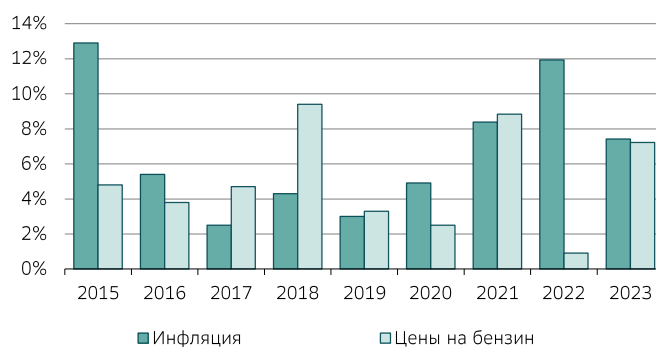


Источник: Росстат

Розничные и оптовые цены на бензин

Розничные цены на бензин важны для социальной сферы, так как рост цен на топливо приводит к инфляции в сельскохозяйственном секторе, промышленности и др. Правительство видит свою задачу в том, чтобы [темпы роста цен](#) на топливо для розницы не превышали инфляцию. Хотя на законодательном уровне цены не регулируются, правительство следит за ценообразованием в топливном сегменте и в случае резкого роста цен начинает корректировать рынок. Удерживать темпы роста цен ниже инфляции получается не всегда. Так, цены на топливо росли быстрее инфляции в 2019 и 2021 гг., а в 2023 году – почти на уровне инфляции, но в ситуацию вмешалось правительство (был введен временный запрет на экспорт), и топливный кризис удалось предотвратить.

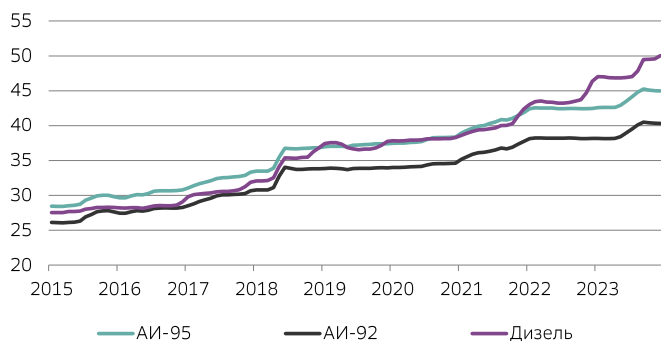
Инфляция и рост цен на бензин



Источник: Росстат

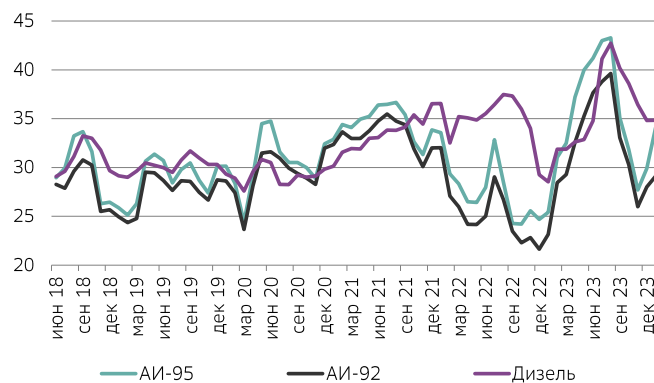
Розничная цена бензина в России всегда росла, исключением не стал даже 2020 год, когда средняя цена на нефть Юралз составила \$42/барр. Это связано с тем, что в периоды, когда рынок сбалансирован, нефтяные компании не стремятся снижать цены на топливо, накапливая определенный запас прочности на период дисбаланса, когда оптовые цены вновь будут расти, а розничные цены нельзя будет повышать такими же темпами. Отметим также, что ценообразование на бензин на АЗС обеспечивает практически совершенную конкуренцию – отклонение рыночных цен на 1% (50 коп. на литр) приводит к значимым смещениям клиентских потоков. В этой ситуации ни один из участников рынка не может диктовать свою ценовую политику.

Розничные цены на АИ-95, АИ-92 и дизельное топливо, без НДС, руб./литр



Источник: СПБМТСБ, Росстат, SberCIB

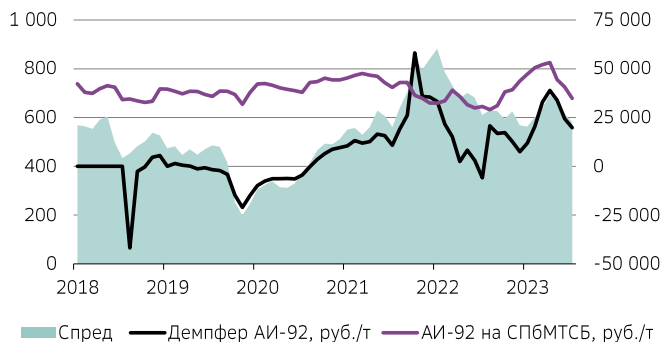
Оптовые цены на АИ-95, АИ-92 и дизельное топливо, без НДС, руб./литр



Источник: СПБМТСБ, Росстат, SberCIB

Оптовые цены на бензин, в отличие от розничных, не имеют единого тренда (см. приведенный выше график). На оптовые цены влияют посевные сезоны, а также плановые и внеплановые ремонты НПЗ. При этом фундаментально оптовые цены на бензин в России зависят от нескольких переменных и считаются по принципу экспортного паритета. Ключевые фундаментальные факторы – это стоимость бензина в Северо-Западной Европе (CIF NWE), курс рубля к доллару, размер демпфера, а также дисконт за российское происхождение топлива.

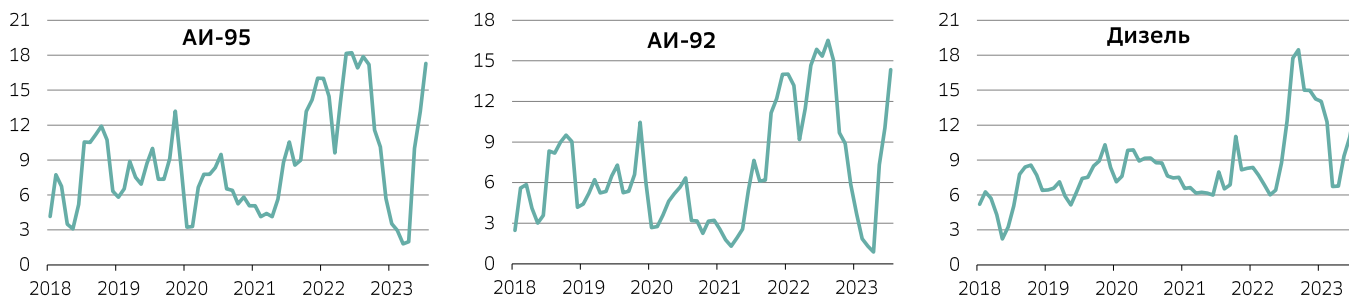
Динамика оптовых цен, цен на бензин в Европе, Brent и размеры демпфера



Источник: SberCIB, СПБМТСБ

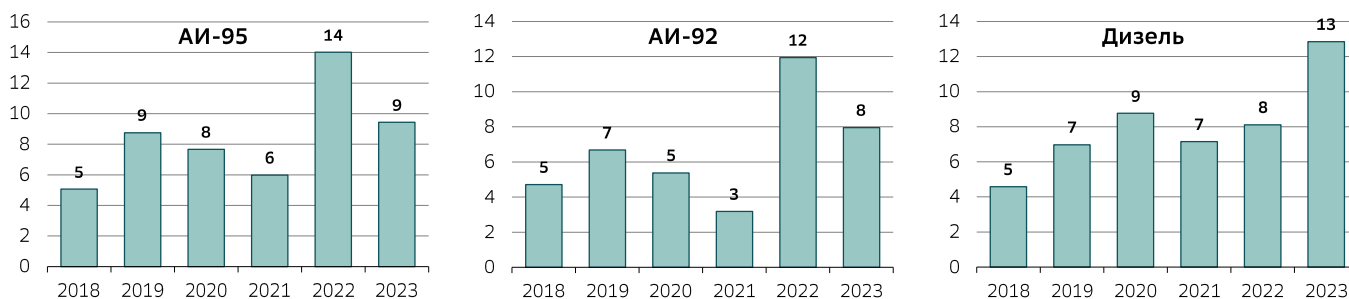
Осенью и летом прошлого года российские АЗС оказались на грани убыточности – маржа заправок в Москве приблизилась к 2 руб. на литр, хотя традиционно она составляет от 5 до 10 руб. на литр, что тоже не очень много. Исключением был лишь 2022 год, когда из-за геополитической ситуации оптовые цены сильно просели.

Топливная маржа московских заправок от продажи АИ-95, АИ-92 и дизельного топлива по месяцам, руб. на литр



Источник: СПБМТСБ, Росстат, SberCIB

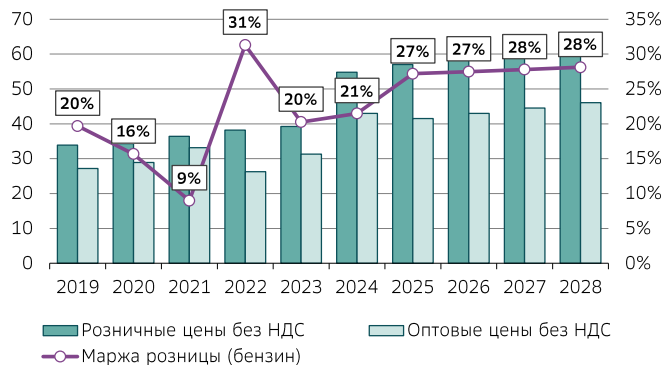
Средняя годовая маржа московских заправок от продажи АИ-95, АИ-92 и дизельного топлива по годам, руб. на литр



Источник: СПБМТСБ, Росстат, SberCIB

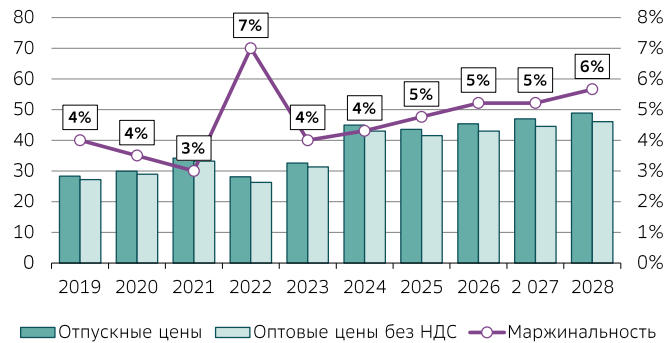
Мы ожидаем, что в нашем прогнозном периоде розничные цены на бензин будут и дальше следовать за инфляцией, а оптовые – немного снизятся в 2025 году, после чего немного вырастут. В настоящее время оптовые цены находятся под давлением из-за участившихся нападений дронов на российские НПЗ – с начала года было совершено 13 атак.

Маржинальность розничных продаж бензина в Московском регионе



Данные: SberCIB, СПБМТСБ, Росстат

Маржинальность оптовых продаж бензина в Московском регионе



Источник: SberCIB, СПБМТСБ, Росстат

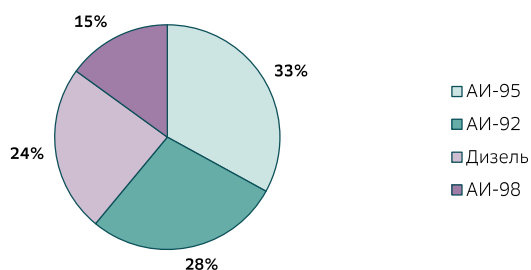
Бизнес-модель ЕвроТранса

Выручка ЕвроТранса формируется преимущественно за счет продажи топлива оптом и в розницу, чуть больше 10% приходится на высокорентабельные продажи в кафе, ресторанах и магазинах. Компания предоставляет услуги полного цикла – от хранения топлива до его перевозки бензовозами.

ЕвроТранс продает различные виды топлива как оптом, так и в розницу. Согласно презентации компании для инвесторов, на розничные продажи приходится 40% реализуемого топлива, на оптовые – 60%.

- Розничные продажи.** В розничном сегменте ЕвроТранс продает все виды бензина и дизеля. С 2016 года группа сосредоточилась на развитии своей сети. Ожидается, что драйверами в этом сегменте будут ребрендинг АЗС, а также развитие внутреннего туризма. Сейчас большинство АЗС компании находится не в лучшем состоянии по сравнению с заправками вертикально интегрированных компаний. Менеджмент видит эту проблему и планирует провести ребрендинг 44 заправок к 2026 году, на что уйдет 1,3 млрд руб. Росту доходности розничного сегмента мешают ограничения на повышение цен, поэтому доходность нестабильна и зависит лишь от конъюнктуры оптового рынка.

ЕвроТранс: разбивка по видам топлива в розничной продаже



Источник: ЕвроТранс

- Оптовый сегмент.** Основные покупатели в оптовом сегменте – это другие независимые АЗС. Они выбирают такой канал приобретения топлива, потому что ВИНК требуют предоплату 100%, в то время как независимые топливные трейдеры предлагают более гибкую систему расчетов. ЕвроТранс более 40% топлива тоже приобретает у независимых поставщиков. Этот сегмент бизнеса с самой низкой маржинальностью, однако в первой половине 2023 года именно он обеспечил рост выручки в три раза по сравнению с тем же периодом 2022 года.

Доходы от нетопливных услуг для независимых сетей играют ключевую роль. Самый значимый фактор при выборе АЗС – это местоположение, однако при прочих равных потребитель выберет заправочную станцию с комфортными магазинами и кафе. У ЕвроТранса этот сегмент должен обеспечить, как ожидает компания, 12% выручки и более 35% EBITDA.

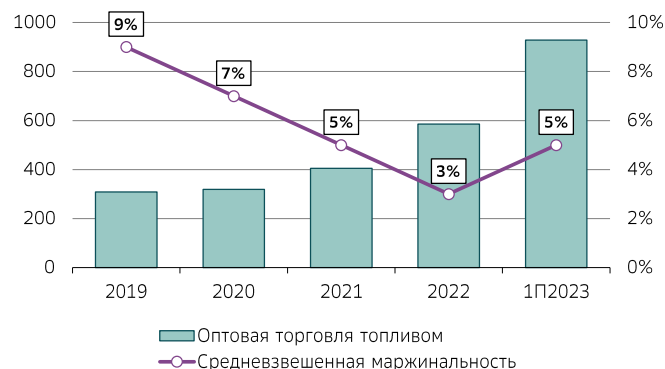
- Кафе и рестораны.** Нетопливный бизнес – важный элемент всех АЗС. По оценкам аудиторско-консалтинговой фирмы Керт, за 2021 год в выручке среднестатистической АЗС на долю сопутствующих товаров и услуг приходилось 15%. Дальнейшее развитие этого сегмента эксперты связывают с развитием ЭЗС и увеличением клиентов на заправках. Средняя наценка к товарам у ЕвроТранса составляет около 80%.

Розничная торговля топливом и валовая маржинальность сегмента, млн л



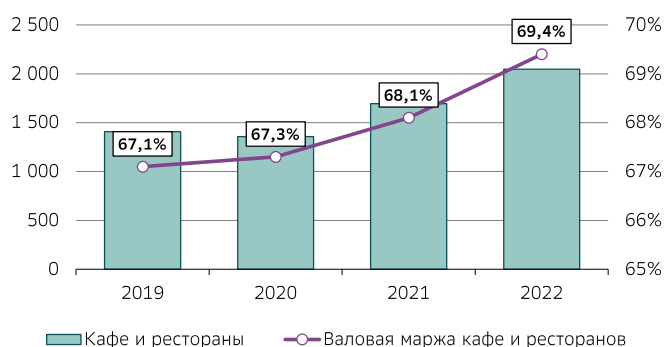
Источник: ЕвроТранс

Оптовая торговля топливом и валовая маржинальность сегмента, млн т



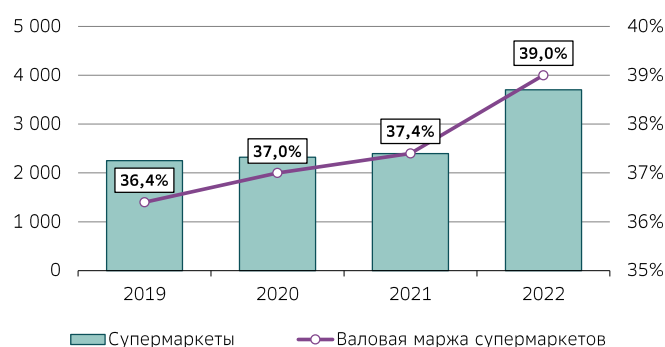
Источник: ЕвроТранс

Продажи в кафе и ресторанах и валовая маржинальность сегмента, млн руб.



Источник: ЕвроТранс

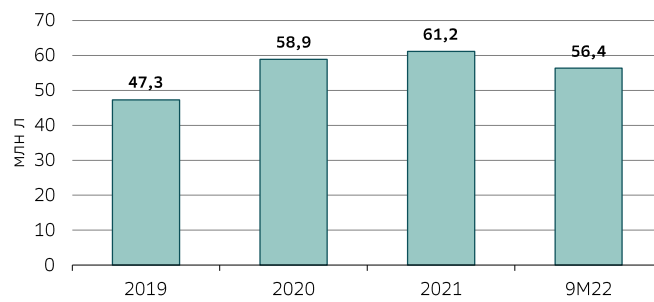
Продажи супермаркетах и валовая маржинальность сегмента, млн руб.



Источник: ЕвроТранс

- Заправка газом.** Газовый проект – небольшое дополнение в рамках построения универсальной модели АЗК ЕвроТранса. Это направление не будет играть важной роли – компания ждет, что в 2032 году оно будет приносить 3% EBITDA, а инвестиции в него не превысят 700 млн руб. Тем не менее ЕвроТранс расширяет функционал заправок. Потребление газомоторного топлива стало увеличиваться на фоне мер поддержки со стороны государства – субсидий на перевод транспорта на газ и программы по развитию газомоторного топлива объемом 19 млрд руб.
- Топливные карты.** ЕвроТранс – единственная компания, выпускающая топливные карты для физических лиц. Сейчас их используют более 400 тыс. автомобилистов. Владелец топливной карты может приобрести литры топлива по цене, чуть ниже, чем указано на АЗС, заехдживовав таким образом риски роста цены в будущем. Карты принимают 7 500 партнерских АЗС по всей России – это около 50% рынка. Ей также можно расплатиться в Белоруссии и Казахстане.

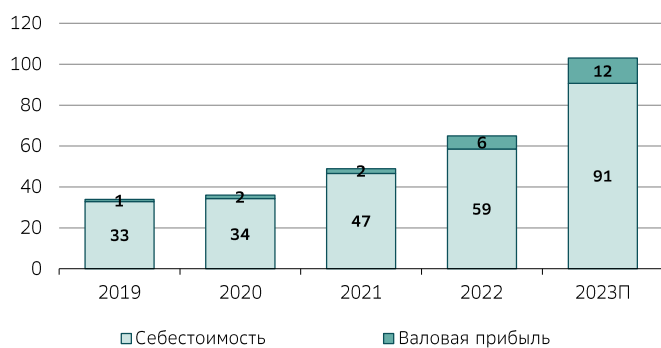
Продажи по топливным картам и через мобильное приложение



Источник: ЕвроТранс

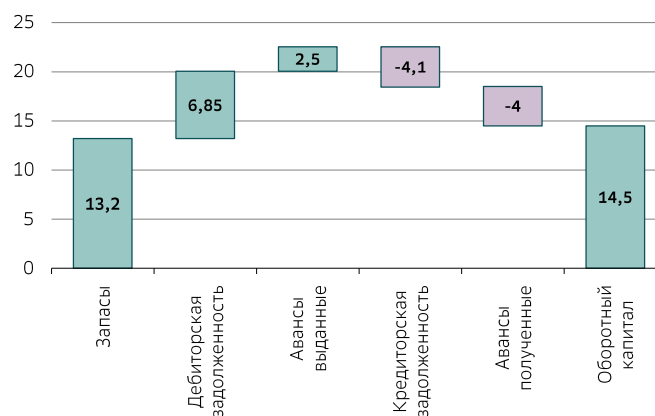
- Себестоимость.** Себестоимость в структуре выручки составляет 90–95%. Большая часть приходится на запасы топлива. При этом запасы могут находиться как на АЗС компании, так и на АЗС партнеров, на нефтебазах, в пути. Благодаря наличию собственной нефтебазы компания формирует высокие запасы топлива в период низких цен, чтобы выгодно продать его в период, когда цены растут. У компании низкие затраты на зарплаты работникам – всего 2% от выручки, и лишь 1% уходит на амортизацию.

Себестоимость и валовая прибыль ЕвроТранса, млрд руб.



Источник: ЕвроТранс

Оборотный капитал ЕвроТранса, млрд руб.



Источник: ЕвроТранс

Стратегия развития

Главная цель компании на ближайшие десять лет заключается в том, чтобы стать владельцем ключевых операционных активов – сети заправок и нефтебазы, которые она арендует у Газпромбанк Лизинга. Вторая задача состоит в том, чтобы реализовать инвестпрограмму на 14 млрд руб. для улучшения сети АЗС. Программа в основном предполагает установку электроразрядок для электромобилей на существующих АЗС, что обойдется в 8 млрд руб.

■ **Выкуп активов.** У самого ПАО «ЕвроТранс», который инвесторы оценивают сейчас в 45 млрд руб., нет в собственности ключевых активов – сети АЗС. Компания управляет заправокками по договору с Газпромбанк Лизингом. Ей принадлежат только бензовозы, техцентр и завод по производству незамерзающей жидкости. Судя по всему, принадлежавшие ранее акционерам заправки были реализованы в качестве залога кредиторами. Поэтому ключевая задача компании на ближайшее десятилетие – вернуть ключевые активы. Сейчас почти все заправки компании принадлежат структурам Газпромбанка и арендуются в рамках финансового лизинга на сумму 21,6 млрд руб. сроком на десять лет. Такая форма лизинга предполагает переход активов на баланс компании.

В первом квартале ЕвроТранс досрочно выкупил одну заправку за 500 млн руб. (по-видимому, она удачно расположена и одна из самых оснащенных). Если примерно посчитать среднюю стоимость исходя из суммы лизинга, стоимость одной заправки составит около 350 млн руб., что довольно дорого. Один из кредиторов Группы «Трасса» в 2015 году [оценивал](#) заправку компании в качестве залога чуть более чем в 200 млн руб. За последние пять лет на рынке АЗС самыми дорогими заправокками можно назвать станции финской сети Neste – Татнефть в 2019 году купила эту сеть из 75 заправок за 10,8 млрд руб., таким образом одна заправка обошлась примерно в 145 млн руб.

Сделки по покупке АЗС за последние пять лет

Дата сделки	9 декабря 2023	25 мая 2022	23 марта 2022	20 июля 2022	11 ноября 2021	29 октября 2019
Покупатель	ТрейдПроект	Лукойл	Лукойл	Татнефть	Татнефть	Татнефть
Заправка	АЗС "Новый поток"	Shell	ЕКА	Circle K	ВТК	Neste
Продавец	Новый поток	Shell	ПИФ "Газпромбанк-Эридан" (Газпромбанк – Управление активами)	Канадская компания Alimentation Couche-Tard Inc	Воронежская топливная компания	Финская компания Neste
Сумма сделки	714 млн руб.	37 млрд руб.	н/д, оценка – 4,5 млрд руб. (Advance Capital)	295 млн	500 млн – оценка источников Коммерсанта	10,8 млрд руб.
Число АЗС	25	411	85	8	10	75
Средняя стоимость заправки	22 млн руб.	90 млн руб.	30-50 млн руб. (Advance Capital)	36 млн руб.	50 млн руб.	145 млн руб.
Регион	Тюмень и Курган	Центральный и Северо-Западный федеральные округа	Москва и Московская обл.	Санкт-Петербург и Ленинградская обл.	Воронеж	Санкт-Петербург
Дополнительные активы	Нет	Завод по производству масел в Торжке	33 автомойки 1 ЭЗС "ЕКА-Процессинг" – торговля твердым, жидким и газообразным топливом	Нет	Нет	Топливный терминал на берегу Финского залива

Источник: СМИ

■ **Универсальные АЗК.** В целом ЕвроТранс идет по пути превращения своей сети в универсальные заправочные станции, где можно не только заправить автомобиль бензином или дизелем, но также и газом (бутаном или пропаном), и зарядить электромобиль. В своей стратегии компания делает ставку на создание сети зарядок для электромобилей (подробней см. в следующей главе). Газовое направление связано с государственной программой «Развитие рынка газомоторного топлива». В настоящее время в Москве мало автомобилей, которые работают на газе, – всего 22 тыс. единиц. По оценкам компании, в будущем этот сегмент займет 5% в структуре выручки.

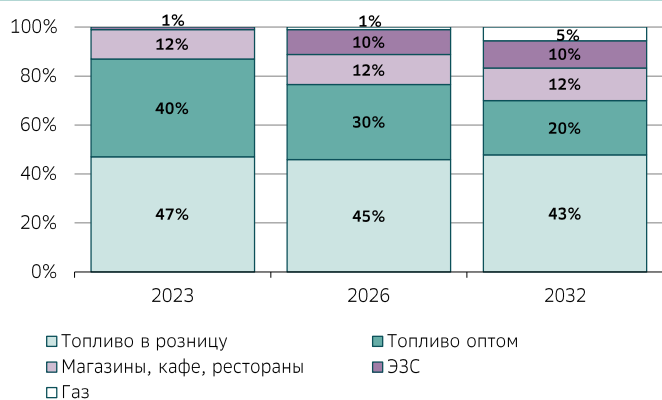
- **Увеличение потока клиентов.** Ключевым показателем успешности стратегии ЕвроТранса будет рост клиентского потока на АЗС, что во многом зависит от программы модернизации. Компания уже переоборудовала 27 заправок, на модернизацию одной АЗС уходит около 30-35 млн руб. ЕвроТрансу предстоит модернизировать еще 30 АЗС.

Инвестиционная программа ЕвроТранса

	Итого	На 1 объект	Объект инвестиций
Ввод новых АЗС	3 630	403	9 новых АЗК
Ребрендинг	1 335	30	44 действующих АЗК
Инвестиции в ЭЗС	8 415	150	56 ЭЗС на АЗК
Инвестиции в газовый проект	670	48	14 АЗК
Всего	14 065		

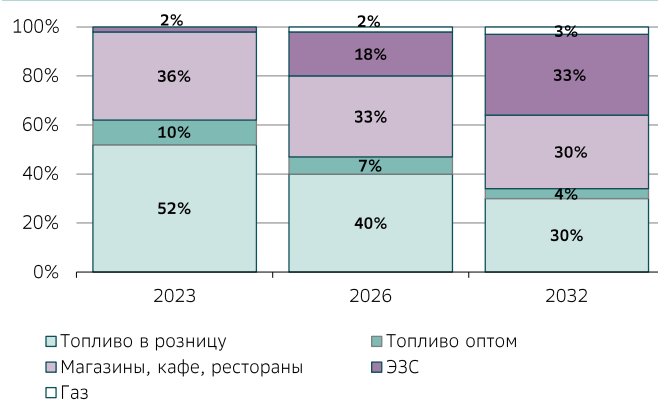
Источник: ЕвроТранс

Планы компании по структуре выручки на 2026–2032 гг.



Источник: ЕвроТранс

Планы компании по структуре EBITDA на 2026–2032 гг.



Источник: ЕвроТранс

Бизнес на розетках

В долгосрочной стратегии ЕвроТранс решил сделать ставку на зарядки для электромобилей – менеджмент компании ждет, что их доля в выручке через восемь лет будет такой же, как от оптовых продаж топлива (20%). Наши оценки менее оптимистичны – большинство владельцев электромобилей заряжают их дома, а за тех, кто готов пользоваться ЭЭС, ЕвроТрансу придется конкурировать с Рос-сетями и нефтяными компаниями.

- **Доля электромобилей составляет 0,1%.** По сравнению с Европой или Китаем рынок электромобилей в России пока слабо развит – в совокупных продажах автомобилей на них приходится чуть больше 1%. В 2023 году в России было [продано](#) 14 тыс. электромобилей, тогда как обычных автомобилей – [1,05 млн](#). На середину 2023 года в России было зарегистрировано 25,7 тыс. электромобилей против 45,7 млн [легковых автомобилей](#). Большая часть зарегистрированных электромобилей приходится на Москву – [более](#) 5 тыс. единиц. В 2023 году их продажи выросли в два раза.
- **Господдержка.** Российское правительство уделяет особое внимание развитию инфраструктуры для электромобилей. Правительство Москвы и администрация Московской области реализуют программу развития сети зарядных станций, но пока в Москве сеть зарядных станций растет медленнее, чем число электромобилей. В Москве насчитывается 28 быстрых ЭЭС, правительство Москвы [относит](#) к ним зарядные станции мощностью от 50 кВт. В Подмосковье этот сегмент также развивается – в конце 2023 года в области было [508 электростанций](#), из них 171 – станции мощностью 105 кВт для быстрого заряда электромобиля за 15-20 минут. Именно на таких ЭЭС специализируется ЕвроТранс – в настоящее время их у компании 15. Большая часть зарядных станций в Московской области [принадлежит](#) Россетям.
- **Аномальные цифры.** ЕвроТранс в презентации отметил, что в первом квартале 2023 года на его ЭЭС прошло 15,7 тыс. зарядных сессий. Это около 5,2 тыс. сессий в месяц и 57 сессий в сутки. Эти показатели выглядят несколько завышенными. На начало 2023 года в Москве и Московской области было зарегистрировано 3,3 тыс. электромобилей, и лишь 30% владельцев таких машин [предпочитают](#) зарядку на ЭЭС, а не дома. Даже если электромобили заряжают каждый день, получается, что ЭЭС ЕвроТранса пользуется каждый пятый.
- **Половина программы капиталовложений приходится на ЭЭС.** Установка зарядных устройств для электромобилей на одной заправочной станции, по данным компании, обойдется в 150 млн руб. Судя по стратегии ЕвроТранса, эта статья расходов составит 8,4 млрд руб. При этом в одной из презентаций компания указывает, что инвестиции в одну новую ЭЭС составят 3,3 млн руб. Этот показатель ближе к реальности: цена одной ЭЭС «дочки» Ростеха [составляет](#) 3,6 млн руб. При этом Минэкономразвития в 2021 году [оценивало](#) стоимость одной ЭЭС на уровне 7 млн руб. в 2021 году. ЕвроТранс не уточняет, какие еще расходы компания учитывает, оценивая стоимость одной ЭЭС на уровне 150 млн руб.
- **Проект вряд ли внесет существенный вклад в EBITDA.** По нашей оценке, стоимость приведенных денежных потоков в ближайшие десять лет составляет 2,5 млрд руб. при ставке дисконтирования 20% и долгосрочных темпах роста (LTG) на уровне 3%. Рентабельность по EBITDA составит около 35% с учетом субсидий и продаж в кафе и магазинах для клиентов ЭЭС. Мы полагаем, что ЕвроТрансу придется приложить немало усилий для конкуренции с другими компаниями, поэтому его доля зарядных сессий (относительно числа электромобилей) в Московском регионе будет снижаться. Мы не

ждем, что этот проект обеспечит существенную долю в выручке и EBITDA – по нашим оценкам, она составит, соответственно, 3 млрд руб. и 1 млрд руб.

Экономика проекта электростанций ЕвроТранса

	Ед. измерения	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Выручка всего	млн руб.	14	37	226	536	710	824	1 120	1 524	2 039	2 153	2 292
Выручка от ЭЭС	млн руб.	6	17	105	260	354	418	576	795	1 098	1 175	1 268
Выручка от магазинов	млн руб.	2	6	37	85	110	126	168	225	291	302	316
Выручка от кафе	млн руб.	5	14	84	190	246	281	376	504	650	676	708
Себестоимость всего	млн руб.	7	18	112	263	345	399	540	731	968	1 018	1 079
Себестоимость ЭЭС	млн руб.	2	6	36	89	121	143	197	272	376	402	434
Стоимость 1 кВт	руб./1 кВт	5,9	6,5	6,8	7,3	7,7	7,9	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2
Цены на РСВ, первая ценовая зона	%	3%	10%	4%	8%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Себестоимость магазинов (63%)	млн руб.	2	4	24	54	69	79	106	142	183	190	199
Себестоимость кафе (33%)	млн руб.	3	9	53	120	155	177	237	318	410	426	446
Валовая прибыль	млн руб.	7	18	114	273	365	425	580	793	1 070	1 135	1 213
Прочие доходы (субсидии)	млн руб.	0,0	0,0	66,8	41,0	66,1	8,2	8,6	9,0	9,4	9,8	10,3
ЕВИТ	млн руб.	7	18	181	314	431	433	589	802	1 080	1 145	1 223
Рентабельность по ЕВИТ	%	51%	50%	80%	59%	61%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
Основные средства на начало периода	млн руб.	23,1	51,1	83,3	134,7	217,5	228,5	240,1	252,2	264,4	276,1	288,4
Амортизация	млн руб.	2,3	5,1	8,3	13,5	21,7	22,9	24,0	25,2	26,4	27,6	28,8
Капзатраты на ремонт и обслуживание	млн руб.	2,6	5,4	8,8	14,0	22,6	23,8	25,0	26,2	26,4	27,6	28,8
Основные средства на конец периода	млн руб.	23,4	51,4	83,8	135,3	218,3	229,4	241,0	253,2	264,4	276,1	288,4
ЕВИТДА	млн руб.	10	23	189	328	453	456	613	827	1 106	1 172	1 252
Рентабельность по ЕВИТДА	%	67%	64%	84%	61%	64%	55%	55%	54%	54%	54%	55%
Число ЭЭС	шт.	7,0	15,0	24,2	39,0	63,0	66,0	69,1	72,3	75,7	79,3	83,0
Цена реализации	руб./1 кВт	18,0	19,0	19,8	21,3	22,5	23,2	23,9	24,6	25,3	26,1	26,9
Объем продаж ЭЭС	тыс. кВт	358	875	5 310	12 203	15 758	18 023	24 126	32 328	43 361	45 070	47 209
Количество зарядных сессий на ЭЭС "ТРАССА"	тыс. сессий/год	12	25	118	222	287	328	439	588	788	819	858
% от владельцев автомобилей, использующих ЭЭС		1204%	1104%	1004%	904%	804%	704%	704%	704%	704%	704%	704%
Количество зарядных сессий на ЭЭС "ТРАССА" в сутки	чел./сутки	33	68	323	608	785	898	1 202	1 610	2 160	2 245	2 352
кВт на зарядную сессию	кВт	30	35	45	55	55	55	55	55	55	55	55
Средний чек в кафе и магазине на зарядную сессию	руб.	643	797	1 027	1 241	1 241	1 241	1 241	1 241	1 194	1 194	1 194
Средний чек на зарядную сессию в магазинах (6,7 руб. кВт)	руб.	198	246	317	383	383	383	383	383	369	369	369
Средний чек на зарядную сессию в кафе (15 руб. кВт)	руб.	444	551	710	858	858	858	858	858	825	825	825

Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Расчет стоимости проекта методом дисконтирования денежных потоков

	0	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Термин. стоимость
ЕВИТ	7	18	181	314	431	433	589	802	1 080	1 145	1 223	-
Налоги	1	4	36	63	86	87	118	160	216	229	245	-
Чистая операц. прибыль после налогов	6	15	145	251	345	347	471	641	864	916	979	-
Амортизация	2,3	5,1	8,3	13,5	21,7	22,9	24,0	25,2	26,4	27,6	28,8	-
Капиталовложения	25,7	33,1	40,7	65,0	104,8	33,9	35,6	37,4	37,7	39,4	41,1	-
Свободный денежный поток для компании	-18	-13	112	200	262	336	459	629	853	904	966	995
Коэффициент дисконтирования	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Дисконтированный своб. ден. поток	-18	-13	93	139	151	162	185	211	238	210	187	193
Сумма дисконтированных денежных потоков	1 738											
Дисконтированная терминальная стоимость	1 135											
Стоимость предприятия	2 873											

Источник: ЕвроТранс, SberCIB

ФАКТОРЫ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

- **Субсидии на открытие ЭЭС.** С лета 2022 года операторы ЭЭС по программе поддержки [могут получить](#) из бюджета субсидию на присоединение к электросетям быстрых ЭЭС. От стоимости ЭЭС можно компенсировать 60%, но не более 1,86 млн руб., и до 30% от стоимости присоединения к электросети, но не более 900 тыс. руб. Получается, что цена станции, которая вписывается в рамки субсидий, составляет 3,1 млн руб. – это чуть больше стоимости инвестиций в ЭЭС ЕвроТранса. Компания

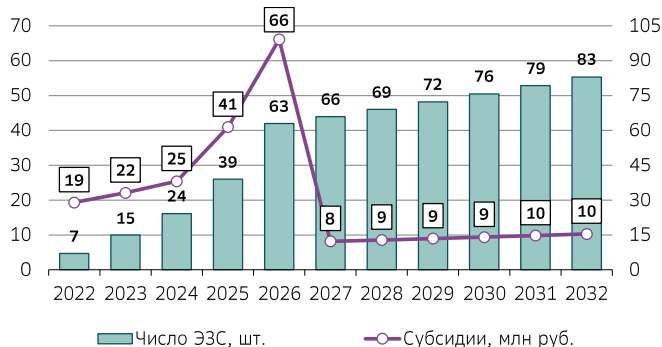
планирует подать заявление на субсидию в начале 2024 года. К 2032 году она может получить льготы на общую сумму до 230 млн руб.

- **Число электромобилей увеличится.** Московские власти прогнозируют [рост](#) числа электромобилей до 315 тыс. к 2030 году с 5,2 тыс. [на конец](#) 2023 года. Способствовать продажам могут как амбициозные планы отечественных производителей, так и целый ряд льгот:
 - ▶ С начала 2023 года при покупке отечественного электромобиля можно вернуть до 25%, но не более 625 тыс. руб.
 - ▶ Обнуление транспортного налога.
 - ▶ Бесплатная парковка в Москве.

ФАКТОРЫ РИСКА

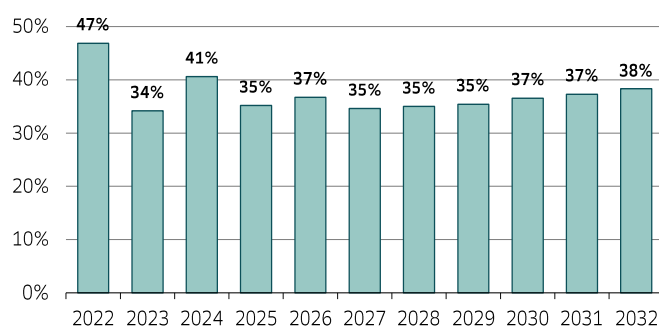
- **Домашние зарядки.** Пока 70% владельцев электромобилей [предпочитают](#) заряжать их дома, а не на ЭЗС. К тому же российские девелоперы активно устанавливают зарядные станции в новостройках.
- **Активизация ВИНК.** Нефтяные компании могут ускорить оснащение своих заправок зарядными станциями для электромобилей. В 2022 году Лукойл [установил](#) в Московской области 35 ЭЗС, а Роснефть в [партнерстве](#) с Россетями обеспечила быстрыми зарядками 43 ЭЗС по России.
- **Экспансия Россетей.** Россети в рамках развития электросетевого комплекса [планировали](#) открыть в России в общей сложности 1 340 ЭЗС. Компания [развивает](#) сеть зарядных станций для электротранспорта совместно с правительством Москвы.
- **Бесплатные ЭЗС.** В Москве действует сеть бесплатных ЭЗС – в 2022 году [насчитывалось](#) почти 90 таких станций. С одной стороны, электромобили больше ориентированы на средний класс, для которого средний чек зарядки электромобиля около 900 руб. не будет проблемой, с другой стороны, часть пользователей может перейти на бесплатные станции.

Прогноз ввода ЭЭС ЕвроТранса и субсидии



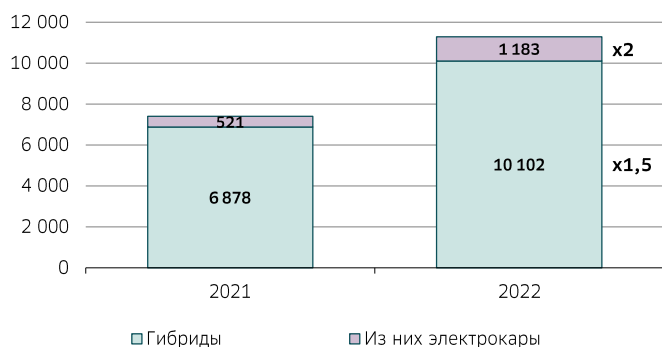
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

Рентабельность по EBITDA проекта



Источник: SberCIB

Число гибридных автомобилей и электромобилей в Московской области



Источник: Минэнерго МО

Прогноз роста электромобилей в Москве и Московской области

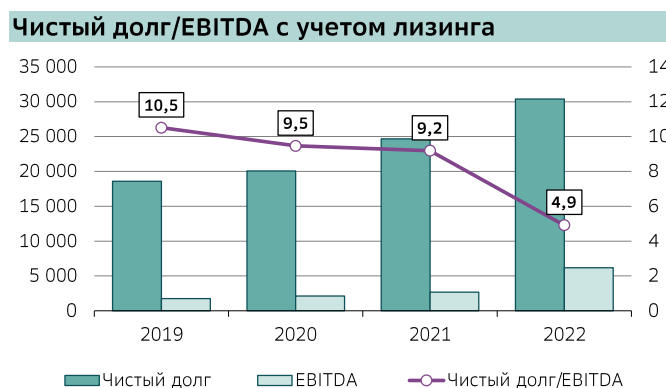


Источник: Правительство Москвы, SberCIB

Кредитная история ЕвроТранса

Группа компаний «Трасса» (под таким названием существовал ЕвроТранс с 1997 года) в 2015 году сильно пострадала от резкого повышения ключевой ставки ЦБ и двукратного ослабления рубля. В непростой для российской экономики период компания вступила с долгом, две трети которого приходилось на валюту. Судя по всему, проблемы с долгом пока сохраняются, и основатели компании продолжают решать их в том числе за счет выпуска облигаций и IPO.

В 2016 году у группы компаний «Трасса» на балансе было 60 кредитных линий объемом свыше 20 млрд руб. от 30 банков. Компания провела сложную реструктуризацию долга через синдикат банков во главе с Райффайзенбанком – срок этого кредита истек в 2021 году. В 2019 году кредит компании оказался у Промсвязьбанка, и ЕвроТранс начал нарушать некоторые ограничительные условия кредитных договоров. Позже при участии миноритарных акционеров долг был реструктурирован – был осуществлен его взаимозачет, а половина обязательств внесена в капитал компании. После этого сеть АЗС ЕвроТранса была передана Газпромбанку. Затем компания решила разместить публичный долг на 11 млрд руб. и привлекла 13,5 млрд руб. через биржевое и внебиржевое IPO, в котором участвовали связанные с ЕвроТрансом лица. Сейчас на эти деньги ЕвроТранс по сути выкупает заправки через лизинг у Газпромбанк Лизинга.



Источник: Российский топливный союз

- **Декабрь 2014 года – ЦБ повысил ключевую ставку с 10,5% до 17%.** Банки взяли паузу в кредитовании корпоративных заемщиков. У группы «Трасса» была открыта кредитная линия в Банке Москвы на 1,5 млрд руб. В феврале 2015 года банк выдал первый транш, но второй транш выдать отказался. У компании возник дефицит оборотных средств и начали срабатывать ковенанты по другим кредитам.
- **Июнь 2015 года – иск о взыскании просроченной задолженности.** Группа «Трасса» не смогла расплатиться по долгу перед Еврофинанс Моснарбанком в размере 153 млн руб., поэтому банк потребовал реализовать залог – АЗС в Нахабино. В дальнейшем банк отозвал свое требование, и в настоящее время ЕвроТранс продолжает управлять этой АЗС.
- **Конец 2015 – начало 2016 года – поиск организатора для реструктуризации долга.** Лишившись возможности пополнить ликвидность, компания начала искать организатора реструктуризации долга. У нее скопилось 80 кредитных линий от 30 банков, две трети долга было номинировано в валюте, а треть займов составляли краткосрочные обязательства перед мелкими банками. Долгосрочные долги с большим залогом приходились на крупные банки.

- **Октябрь 2016 год – реструктуризация долга в размере 20,1 млрд руб.** Переговоры о реструктуризации длились полгода, в итоге Группа «Трасса» реструктурировала долг на 20,1 млрд руб., из них:
 - ▶ **15,8 млрд руб. по ставке ЦБ плюс 4,5% до 2021 года** – реструктуризация через синдикат банков во главе с Райффайзенбанком (Абсолют Банк, Банк АВБ, БКФ, Зенит, Кредит Экспресс, ФК Открытие, Промсвязьбанк, Райффайзенбанк, Темпбанк и ЮниКредит Банк), поручителями стали сами акционеры (Николай Дорошенко, Сергей и Олег Алексеенковы);
 - ▶ **1,35 млрд руб. сроком на два года** – миноритарные кредиторы;
 - ▶ **1,85 млрд руб. по ставке ЦБ плюс 4,5% до 2021 года** – вне синдиката;
 - ▶ **1,1 млрд руб.** – не реструктурированы, требования по этим долгам у ЦБ РФ и Агентства по страхованию вкладов (АСВ). Долг перед ЦБ появился следующим образом: регулятор в обмен на ликвидность у Русстройбанка взял в залог требования по кредиту Группы «Трасса».
- **2018–2021 гг. – у Группы «Трасса» появляются займы на сумму 16,6 млрд руб.** Они возникли в результате переуступок прав требований и исполнения договоров поручительств. Ожидалось, что займы будут погашены в середине 2021 года, однако этого не произошло.
- **Январь 2019 года** – управление активами под брендом «Трасса» переходит к ПАО «ЕвроТранс».
- **Февраль 2019 года – переход долга в размере 16,8 млрд руб. к Промсвязьбанку.** В начале года Райффайзенбанк перестал быть управляющим залога Группы «Трасса», а ключевым кредитором стал Промсвязьбанк – он открыл компании кредитную линию сроком на 2018–2021 гг. по ставке 9,5% под залог 100% акций компании и запасов. Группа «Трасса» сразу же нарушила некоторые ограничительные условия кредитных договоров, и в 2019 году кредит (16,8 млрд руб.) попал в категорию краткосрочных, где и остался в последующие годы. Тем не менее Промсвязьбанк не воспользовался правом потребовать досрочного погашения долга.
- **2022 год – решение проблем с долгом**
 - ▶ В январе Газпромбанк Лизинг выкупил заправки, которые компания арендовала ранее у нескольких арендодателей. По данным системы «СПАРК», права на большинство заправок сети принадлежали ЗАО «Магистраль-НК», в числе учредителей которого Сергей Алексеенков и Николай Дорошенко.
 - ▶ ООО «Ладога Инвест» (материнская структура миноритарного акционера ООО «Правовой Центр КонсалтГрупп») выкупило кредиты от Промсвязьбанка на 23,2 млрд руб., а также выданные ЕвроТрансом займы на сумму 10,2 млрд руб. Из этой суммы 2,8 млрд руб. были взаимозачтены, а 7,3 млрд руб. – погашены денежными средствами (по-видимому, расплатился кто-то из заемщиков).
 - ▶ ООО «Правовой Центр КонсалтГрупп» внесло в добавочный капитал группы 13 млрд руб., но затем при выходе из состава акционеров частично вернуло капитал в размере 2,9 млрд руб.
- **2021 год – появление выданных займов.** На балансе ЕвроТранса появляются займы, выданные третьим лицам, в размере 18,7 млрд руб. Однако сама компания эти займы не выдавала – они были приобретены группой в 2018–2021 гг. при заключении

договоров переуступок прав требований задолженности третьих сторон, а также исполнения договоров поручительства. В течение 2022 года эти займы были погашены: 7,3 млрд руб. за счет денежных средств, 10,2 млрд руб. – за счет взаимозачета по долгу ЕвроТранса и 1,2 млрд руб. – с прочими кредиторами.

- **В 1К23 компания привлекла публичный долг** на 11 млрд руб. за счет трех выпусков по [программе](#) биржевых облигаций., ориентированных на розничных инвесторов. Ставка была в диапазоне 13,4–13,6%. Компания долго размещала долговые обязательства – на привлечение средств уходило более месяца, что говорит о невысоком спросе. Последний выпуск был размещен со спредом к ОФЗ около 560–600 б. п., это довольно много для компаний с таким рейтингом (А-, «стабильный»). С другой стороны, высокая ставка отражает премию первичного рынка.
- **20 июня – 20 ноября 2023** – привлечение акционерного капитала через сбор биржевых и внебиржевых заявок на сумму 13,5 млрд руб.
- **Март 2024 года – ЕвроТранс разместил выпуск «зеленых облигаций» на сумму 2 млрд руб.**

Чистый долг (банковские кредиты, лизинг и облигации) ЕвроТранса, млрд руб.



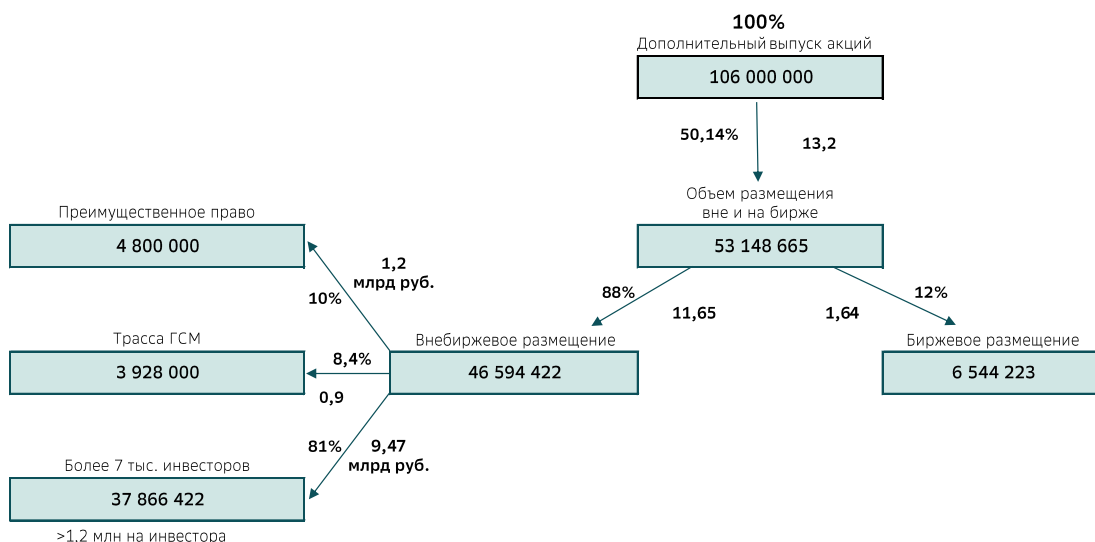
Источник: ЕвроТранс, SberCIB

IPO на заправках

ЕвроТранс начал размещение на рынке акционерного капитала через pre-IPO – клиенты АЗС получали акции вместе с покупкой бензина. Большую часть средств компания привлекла именно таким способом, в то время как на традиционное IPO через биржу пришлось чуть более 10% привлеченных средств.

- **Неоднозначное размещение.** IPO компании можно назвать одним из самых удачных и в то же время одним из самых неудачных. Формально сделка ЕвроТранса на российском рынке капитала была самой крупной в 2023 году – компания привлекла 13,3 млрд руб., что больше, чем объем IPO Совкомбанка (10 млрд руб.). Однако в рамках традиционного биржевого IPO компания привлекла всего 1,6 млрд руб. Тем не менее акции ЕвроТранса попали в первый котировальный список, а акционерами стали около 20 тыс. розничных инвесторов. Компания была оценена в 40 млрд руб. Сейчас ЕвроТранс стоит на бирже на 25% дороже – 50 млрд руб. Цели IPO, по словам менеджмента, – финансирование инвестиционной программы и досрочный выкуп заправок по договору лизинга.
- ЕвроТранс начал внебиржевое предложение акций нестандартным способом – бумаги можно было получить на заправках компании (некоторое количество акций выдавалось при покупке бензина). Идея состояла в том, чтобы мотивировать автовладельцев заправляться именно на АЗС ЕвроТранса. Дополнительные бумаги клиенты могли купить по 250 руб. за штуку и еще до выхода компании на публичный рынок получить на эту сумму от 1% до 1,75% в месяц в зависимости от периода.
- ЕвроТранс реализовал чуть больше половины выпущенных акций. Сначала началось внебиржевое размещение (оно длилось полгода – с 20 июня по 20 ноября), которое позволило привлечь основную часть средств – 11,6 млрд руб. Из них почти 1 млрд руб. получила дочерняя компания «Трасса ГСМ». Средний объем привлечения составил около 1,2 млн руб. на инвестора, что выглядит довольно большой суммой для розничного клиента.

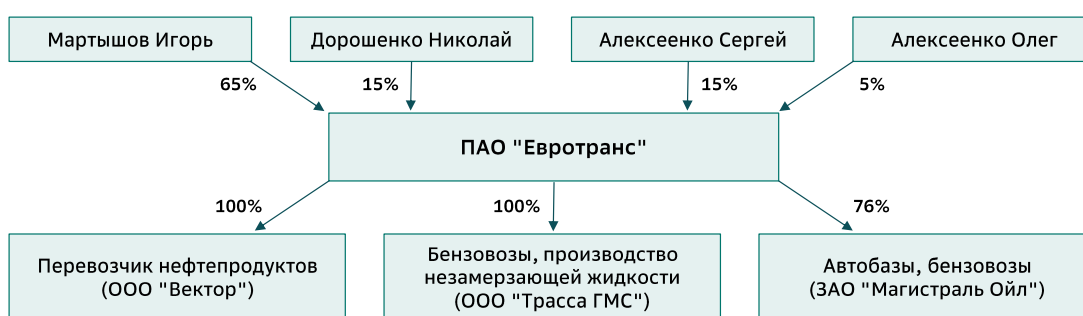
Схема размещения акций ЕвроТранса



Источник: e-disclosure

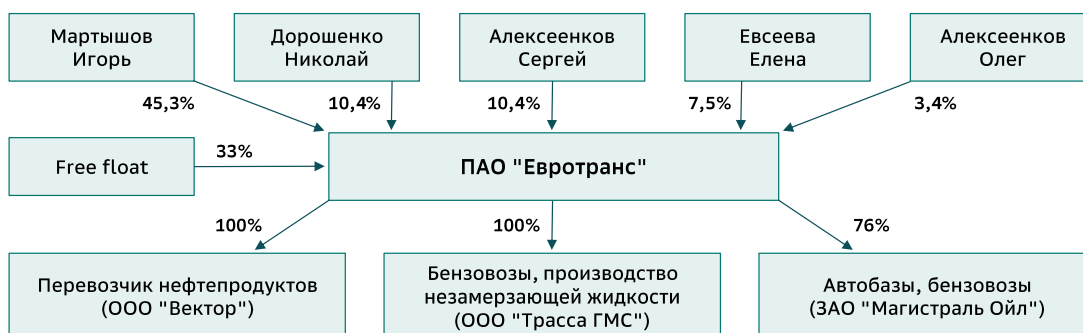
- **Неожиданные дивиденды ...** Необычным выглядит решение компании во время проведения IPO (24 ноября 2023 года) заплатить дивиденды за девять месяцев 2023 года в размере 8,8 руб. на акцию, что составило 3,5% от цены размещения – операция напоминает кешбэк.
- **... и неожиданный акционер.** Также в ходе IPO у компании появился новый крупный акционер – Елена Евсева с долей 7,5%. Такой пакет мог обойтись в 2,9 млрд руб., если исходить из стоимости 250 руб. за бумагу. Эта доля была приобретена через ООО «Инвест Капитал», у которого в СПАРКе в качестве домена указан сайт сети АЗС «Радуга» – ей принадлежит 14 заправок в Москве и Московской области. В сообщении на портале раскрытия информации не указано, была ли сделка денежной. Не исключено, что эта сеть АЗС может быть присоединена к сети ЕвроТранса.

Структура акционеров до IPO



Источник: Евротранс

Структура акционеров после IPO

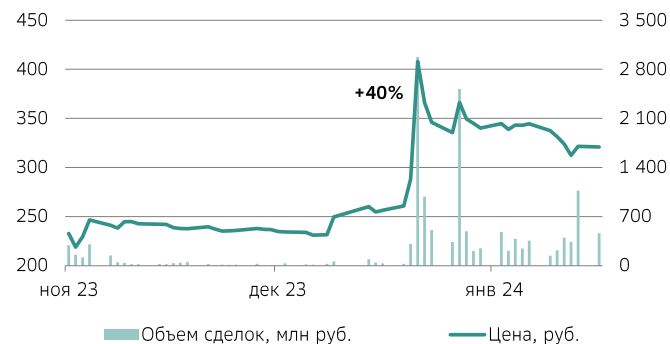


Источник: e-disclosure

- **Первая аномальная волатильность в акциях.** Некоторое время после IPO бумаги торговались около 250 руб. на акцию со средним объемом торгов примерно 60 млн руб. в день, однако в январе акции подорожали без явных причин более чем на 40%, а объемы торгов приблизились к 3 млрд руб. в день.
- **Дивиденды с доходностью 3–4%.** У ЕвроТранса высокая долговая нагрузка и новые инвестиции в ЭЗС, что не сочетается с выплатой дивидендов. Тем не менее компания готова разделить с акционерами большую часть чистой прибыли. В последнем положении о дивидендной политике от октября 2023 года указано, что компания может выплачивать дивиденды четыре раза в год. Дивиденды выплачиваются в размере не менее 40% чистой прибыли по МСФО. В стратегии для инвесторов ЕвроТранс сообщил, что планирует выплатить 75% чистой прибыли за 2024 год, с 2026 года – не менее 50%, а с 2032 года – не менее 40%. Как подчеркнул менеджмент, коэффициент будет сокращаться из-за инвестиционной программы.

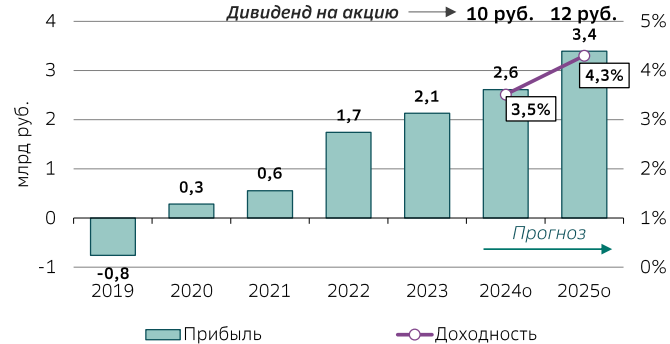
- **Листинг в дружественной стране.** Компания считает, что привлеченных средств достаточно для выполнения всей инвестиционной программы на 2024-2025 годы, и планов по SPO пока что нет. При этом ЕвроТранс намерен провести листинг акций на одной из бирж дружественных стран в 2025 году.

Динамика акций и объемы торгов



Источник: МосБиржа, ЕвроТранс

Прибыль и дивиденды ЕвроТранса



Источник: МосБиржа, ЕвроТранс

Ограничение ответственности