

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИДЕЯ
GLOBALTRANS

10 ноября 2023

Основные показатели и метрики

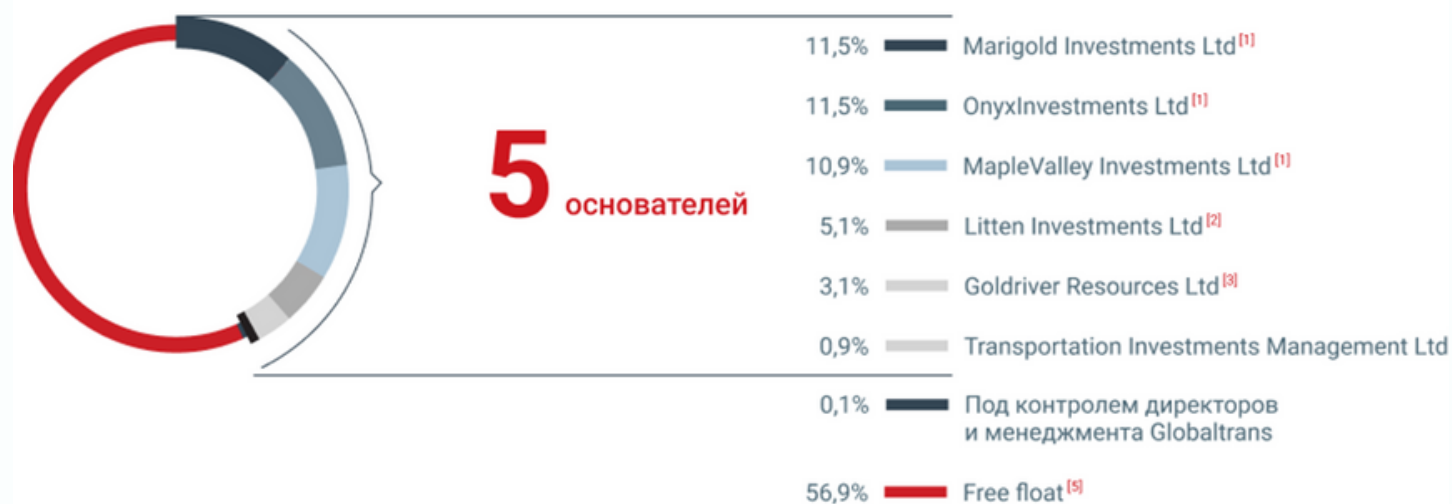


	млрд руб.	\$ млрд	
Капитализация	119	1,3	
Стоимость компании	131	1,4	
Цена расписки на MOEX, руб.	668		
Цена расписки на OTC с учетом расходов, руб.	380		
Дисконт	43%		
Ликвидность на OTC	Низкая		
			Среднее за 5 лет Дисконт
P/E 2024	4	6,3	37%
EV/EBITDA 2024	2,6	4,1	37%

Расписки Globaltrans на внебиржевом рынке (OTC) привлекательны для покупки на краткосрочную перспективу с учетом следующих факторов:

- У расписок на OTC значительный дисконт к бумагам на МосБирже (MOEX) – 43%. Компания находится в SDN-листе, однако Euroclear проводит расчеты по распискам и депозитарии берут их на хранение.
- Дивидендные выплаты могут возобновиться после завершения процесса редомиляции с Кипра в ОАЭ в первых месяцах 2024 г. Наши расчеты показывают, что к 2024 г. накопленные невыплаченные дивиденды составят 230 руб. на расписку, что соответствует доходности 35% при текущих котировках на MOEX.
- Возможен обратный выкуп эмитентами своих расписок за рубежом в рамках редомиляции по аналогии с Магнитом, HeadHunter и др.
- В краткосрочной перспективе ожидается дальнейший рост ставок аренды полувагонов и цистерн, увеличение дальности перевозок и расширение пропускной способности Восточного полигона.

Структура акционеров



P1] Андрей Филатов, Никита Мишин и Константин Николаев являются сооснователями Globaltrans и бенефициарами с долями соответственно 11,5%, 11,5% и 10,9% через свои специальные компании (Marigold Investments Ltd, Onyx Investments Ltd и Maple Valley Investments Ltd).

[2] Бенефициар – Александр Елисеев, неисполнительный директор и сооснователь Globaltrans.

[3] Бенефициар – Сергей Мальцев, председатель совета директоров, директор по стратегии и сооснователь Globaltrans.

[4] Бенефициары - Андрей Филатов, Никита Мишин и Константин Николаев, сооснователи Globaltrans.

[5] Для целей настоящего документа акции в свободном обращении включают акции и глобальные депозитарные расписки (GDR), держателями которых являются инвесторы, не аффилированные и не ассоциированные с Globaltrans.

Бизнес-модель

Globaltrans – железнодорожный грузоперевозчик на территории стран СНГ с долей рынка 7%. Компания предоставляет услуги железнодорожных перевозок промышленных грузов (уголь, нефть, металлопродукция) в полувагонах и цистернах. 94% парка компании находится в собственности. Основные клиенты – крупные промышленные и сырьевые компании РФ.

Ключевые нефинансовые параметры, которые влияют на прибыль компании (объем перевозок, их дальность, размер парка, и др.) не отличаются высокой волатильностью, так как эта отрасль капиталоемкая и потому инертная.

Выручка в основном зависит от ставок аренды полувагонов или цистерн, которые компания устанавливает для грузоотправителей. Ставки аренды на рынке грузовых железнодорожных перевозок не регулируются государством, операторы конкурируют друг с другом, возможны «ценовые войны». Ставки определяются спросом на перевозку грузов по железной дороге (он зависит от ситуации в экономике, от конъюнктуры на рынке нефти, стали, угля) и предложением грузоперевозчиков (размер парка, цена вагона и стоимость его обслуживания, кредитные условия и т.д.)

Операционные затраты компании в основном зависят от тарифов РЖД на пользование инфраструктурой, порожний пробег (расстояние, которое вагон едет без груза), затрат на персонал, расходов на обслуживание и ремонт вагонов.

В части капитальных затрат необходимо отметить, что в 2023 г. цена вагона выросла в 1,5 раза из-за предстоящей замены вагонного парка, нехватки персонала в вагоностроительной отрасли, проблем с комплектующими и перепрофилирования мощностей под нужды СВО. Для Globaltrans ситуацию смягчает то, что компания не планирует крупного обновления парка в ближайшие 1,5 года, и это поддержит свободный денежный поток в этом периоде.

Рыночная конъюнктура

В последние 12 месяцев конъюнктура на рынке железнодорожных грузоперевозок благоприятна. Росту ставок аренды на вагоны способствует сильный спрос со стороны грузоотправителей (в первую очередь со стороны угольных компаний), проблемы с логистикой (заторы на восточном направлении), а также рост затрат грузоперевозчиков. Последний фактор связан с высокой инфляцией, повышением ставки ЦБ (удорожанием кредитования), ростом цен на вагоны и стоимости их обслуживания. На наш взгляд, в краткосрочном периоде ставки аренды вагонов продолжат расти, так как факторы, влиявшие на них в последние месяцы, останутся актуальными.

Зачем покупать расписки?

Корпоративные факторы

Редомициляция и возобновление дивидендных выплат миноритарным акционерам – ключевые факторы для инвестиционного кейса Globaltrans. Успешность этого процесса намного важнее, чем динамика финансовых показателей, и в ближайшие месяцы она будет влиять на бумаги намного сильнее, чем фундаментальные факторы.

29 августа в презентации по результатам за 1П23 Globaltrans указал, что завершение процесса ожидается через 6 месяцев (то есть к концу февраля 2024 г.). Компания отметила, что редомициляция не означает автоматического возобновления дивидендных выплат. Есть риск, что выплата дивидендов российским держателям расписок не начнется после смены юрисдикции на РФ.

Globaltrans не выплатил дивиденды по итогам 2П21 из-за технических ограничений, связанных с западными санкциями против НРД, и с тех пор не возобновлял выплаты. Эти деньги компания размещает в краткосрочные финансовые инструменты. У Globaltrans относительно стабильный свободный денежный поток (он является базой для расчета дивидендов), поэтому в последние 5 лет компания выплачивала около 80-90 руб. в год на расписку. По нашим расчетам, суммарные дивиденды за 2П21, 2022 и 2023 годы составят 230 руб. на расписку (50 руб.+90 руб.+90 руб.). Дивидендная доходность исходя из текущих котировок составляет 35%. Компания может распределить выплаты на 2-3 года в дополнение к плановым дивидендам.

Также Globaltrans теоретически может инициировать программу выкупа расписок у иностранных держателей по аналогии с программами, которые проводили Магнит, Лукойл, TCS Group, HeadHunter.

Еще один фактор привлекательности – большой дисконт расписок на ОТС к бумагам на MOEX. Этот дисконт уменьшается по мере продвижения процесса редомициляции эмитента, но в настоящее время он составляет 43%.

Фундаментальные факторы

- **Рост железнодорожного грузооборота**

В последние 20 лет грузооборот железнодорожного транспорта в РФ рос в среднем на 2,4% в год благодаря увеличению экспорта и средней дальности перевозки. В 1П23 железнодорожный грузооборот вырос на 1,4% г/г, тогда как в целом по России грузооборот упал на 2,5% г/г. Положительная динамика связана с переориентацией товарных потоков с запада на восток. По нашему мнению, дальность перевозок будет расти благодаря развитию логистики и освоению новых рынков на восточном направлении.

- **Расширение Восточного полигона**

Пропускной способности БАМа и Транссиба в настоящее время критически недостаточно для нормального функционирования перевозок в восточном направлении – там необходимо расширение «узких мест». По поручению президента РФ пропускная способность Восточного полигона будет увеличена – к 2024 г. планируется увеличение в 1,5 раза до 180 млн тонн. Это приведет к росту тоннажа перевозок.

ООО ИК “Айгенис”

Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Язев Владимир

vyazev@aigenis.ru

+7 (925) 047-41-46

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

+7 (993) 230-22-14

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Денис Сорокин

dsorokin@aigenis.ru

+7 (929) 938-39-90

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее – Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022