

Апрель 2024

Даниил Матюшин

d.matvushin@lmsic.com

| | | |
|---------------------|----------------|---------|
| Тикер | VFLT | VFLTP |
| Текущая цена, руб. | 4100 | 4170 |
| Целевая цена, руб. | 6000 | 6000 |
| Потенциал роста, % | 46% | 44% |
| Кол-во акций, шт. | 6 269 024 | 411 933 |
| Капитализация, руб. | 27 420 759 010 | |

Акционерное общество Судходная компания Волжское пароходство является признанным лидером в сегменте речных и смешанных «река – море» грузоперевозок в России, 90,77% которой принадлежит FLETCHER GROUP HOLDINGS LIMITED, а оставшаяся доля относится к миноритарным акционерам.

Компания предоставляет широкий перечень услуг, которые включают перевозки навалочных, генеральных, наливных и проектных грузов на внутренних водных путях России, в сообщении «река-море» и международных морских направлениях. Также стоит отметить, что помимо осуществления транспортировки грузов, компания является крупным акционером комплекса российских предприятий, обеспечивающих судоремонт, модернизацию и постройку среднетоннажных судов.

На текущий момент компания проводит стратегическую перестройку бизнеса. В основе концепции Волга-флота лежит переход от multifunctionальной логистической компании, обеспечивающей транспортировку как сухих, так и наливных грузов к транспортировке исключительно сухих грузов.

Идея выхода Волга-флот из сегмента перевозок нефти и нефтепродуктов продиктована долгосрочными планами компании по оптимизации бизнеса. Подчеркнем, что последние несколько лет нефтеналивные перевозки были убыточными для компании. В рамках реализации данного перехода в сентябре 2022 года компания завершила продажу пяти танкеров, а в 2023 году были проданы еще восемь танкеров.

Также стоит отметить активное переоборудование танкерных судов в сухогрузные в связи с ограниченной грузовой базой компании и высоким спросом на данный вид транспортировки. Отметим, что Общество уже имеет положительный опыт конверсии речных танкеров в сухогрузные суда, после чего эффективность переоборудованных судов существенно возросла.

Помимо продажи нефтеналивного флота и переоборудования танкерных судов в сухогрузы, компания успешно реализует программу строительства сухогрузных теплоходов смешанного «река-море» плавания. До 2030 года по планам компании планируется построить порядка 20 морских сухогрузных теплоходов RSD71.

Основные акционеры

| Акционер | Доля УК, % |
|----------------|------------|
| FLETCHER GROUP | 90,77% |
| Free-float | 9,23% |

Финансовые показатели, млрд. руб

| Показатели | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка | 18.0 | 21.2 | 28.4 | 29.4 |
| ЕБИТДА | 1.27 | 1.61 | 8.14 | 12.36 |
| Чистая прибыль | -1.63 | -2.27 | 4.27 | 11.07 |
| Рент-ть по ЕБИТДА | 7.06% | 7.59% | 28.7% | 42.0% |
| Чистая рент-ть | - | - | 15.0% | 37.7% |
| Чист.долг/ЕБИТДА | 13.9 | 12.4 | 0.87 | -0.99 |
| Дивиденды, руб. ао | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Дивиденды, руб. ап | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Див. дох. ао, % | 0,00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Див. дох. ап, % | 0,00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

По словам Генерального директора компании, строительство новых теплоходов позволит Волжскому пароходству расширить район работы флота, получить новые рынки сбыта и, соответственно, улучшить финансовые показатели Общества.

У Волга-флота нет четко прописанной Дивидендной политики, однако стоит отметить, что в Уставе организации указано, что акционеры привилегированных акций логистической компании вправе рассчитывать на дивиденд в размере 10% от чистой прибыли, разделенной на количество акций, составляющих не более 25% Уставного капитала Общества. Отметим, что Волга-флот исправно платила дивиденды на привилегированные акции до 2017 года, когда началась активная подготовка к масштабной реорганизации 2018 года и присоединению Северо-Западного пароходства, после чего выплаты не осуществлялись.

На наш взгляд, в ближайшие годы компания может вернуться к регулярной практике выплаты дивидендов, причем не только на привилегированные, но и на обыкновенные акции. Такой сценарий поддерживается окончанием продажи нефтеналивного флота компании, завершением интеграции присоединенных структур и возвращением Общества на прибыльный трек. Тем не менее, для реализации данного сценария основной акционер должен провести редомициляцию в юрисдикцию, не обремененную техническими ограничениями на получение дивидендных выплат. Если экстраполировать норму, прописанную в Уставе, на финансовый результат 2023 года, то потенциальный дивиденд на привилегированную акцию мог бы составить 663 руб. или 15,9% дивидендной доходности.

Волга-флот является отличным недооцененным активом с долгосрочными драйверами роста. Текущая цена обыкновенных/привилегированных акций Волга-флот составляет 4100/4170 рублей (Текущие мультипликаторы: EV/EBITDA = 1.23, P/E = 2,48, Net Debt/EBITDA = -0.99). При условии возвращения к выплате дивидендов, логистическая компания имеет 45% потенциал роста как по обыкновенным, так и привилегированным акциям до нашей целевой цены 6000 руб.

Контакты**Руководители Компании**

| | | |
|----------------------|------------------------|-----------------|
| Генеральный директор | Ильин Анатолий Юрьевич | 8 812 329 19 99 |
|----------------------|------------------------|-----------------|

Департамент активных операций

| | | |
|----------------------|---------------------------|-----------------|
| Управляющий директор | Клещёв Александр Игоревич | 8 812 329 19 99 |
|----------------------|---------------------------|-----------------|

| | | |
|---------------------|--|-----------------|
| Аналитический отдел | Викулов Максим Олегович Матюшин Даниил Викторович | 8 812 329 19 99 |
|---------------------|--|-----------------|

Отдел торговых операций

| | | |
|---------------------|---------------------|-----------------|
| Руководитель отдела | Ли Елена Николаевна | 8 812 329 19 98 |
|---------------------|---------------------|-----------------|

| | | |
|---|--|-----------------|
| Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание | | 8 812 329 19 98 |
|---|--|-----------------|

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.