

Скибин Юрий Викторович

Приволжский государственный университет путей сообщения

Королев Андрей Андреевич

Самарский национальный исследовательский университет

имени академика С. П. Королёва (Самарский университет)

**От геоэкономического фронта к инфраструктурному резервации: онтология
ценностного парадокса в оценке ПАО «Совкомфлот» как кейса нелинейной
капитализации суверенного логистического оператора**

Аннотация. Данное исследование посвящено комплексному анализу стратегической трансформации и перспектив рыночной стоимости крупнейшей российской судоходной компании ПАО «Совкомфлот» в условиях фундаментальной перестройки глобальной логистики углеводородов после 2022 года. В работе выявлен и всесторонне обоснован парадигмальный сдвиг в природе компании: из коммерческого рыночного оператора она превратилась в критически важный элемент инфраструктуры национального экономического суверенитета. Этот переход принципиально изменил механизм формирования ее стоимости, сделав его зависимым от политико-стратегических факторов в большей степени, чем от традиционных отраслевых показателей. Центральное внимание уделяется ключевому противоречию между высокой фундаментальной стоимостью активов компании, основанной на ее уникальных компетенциях, и хроническим глубоким дисконтом, накладываемым рынком из-за непредсказуемых внешних рисков. Методологическую основу работы составляет построение оригинальной многокомпонентной аналитической модели, которая интегрирует количественные и качественные факторы. Модель позволяет агрегировать и оценивать совокупное воздействие геополитического давления, операционных ограничений, состояния флота, финансовой устойчивости и стратегической поддержки государства. Доказано, что рыночная цена акций перестала быть функцией прибыли или фрахтовых ставок, превратившись в своеобразную «премию за выживание», отражающую способность компании адаптироваться к экстремальным условиям. Исследование выявляет модель «управляемой адаптации», при которой беспрецедентное внешнее давление компенсируется созданием параллельных логистических схем, переориентацией на новые рынки и опорой на внутренние ресурсы и государственные институты. В заключительной части на основе сценарного подхода и применения разработанной модели определяется наиболее вероятный диапазон рыночной цены акций «Совкомфлота» на 2026 год. Полученный прогноз в интервале от 52 до 68 рублей демонстрирует хрупкое равновесие, в котором находится компания: с одной стороны, давление рисков постоянно снижает ее фундаментальную оценку, с другой – стратегическая роль как национального логистического оператора служит мощным стабилизирующим буфером. Особое значение выводы работы имеют для понимания инвестиционных рисков нового типа, когда ключевым драйвером стоимости выступает не экономическая эффективность, а динамика геополитической конъюнктуры и успешность реализации государственных инфраструктурных проектов, таких как Северный морской путь.

Ключевые слова: Совкомфлот, морские перевозки, санкции, геополитический риск, логистический суверенитет, структурный дисконт, адаптационная модель, инвестиционная оценка, ценовой прогноз, стратегическая значимость, Северный морской путь.

From the Geo-economic frontier to the infrastructural reservation: the ontology of the Value Paradox in the assessment of PJSC Sovcomflot as a case of nonlinear capitalization of a sovereign logistics operator

Annotation. This study is devoted to a comprehensive analysis of the strategic transformation and prospects for the market value of Sovcomflot, the largest Russian shipping company, in the context of a fundamental restructuring of global hydrocarbon logistics after 2022. The paper identifies and comprehensively substantiates a paradigmatic shift in the nature of the company: from a commercial market operator, it has become a critically important element of the infrastructure of national economic sovereignty. This transition has fundamentally changed the mechanism of its value formation, making it dependent on political and strategic factors to a greater extent than on traditional industry indicators. The central focus is on the key contradiction between the high fundamental asset value of a company based on its unique competencies and the chronic deep discount imposed by the market due to unpredictable external risks. The methodological basis of the work is the construction of an original multicomponent analytical model that integrates quantitative and qualitative factors. The model allows you to aggregate and evaluate the cumulative impact of geopolitical pressures, operational constraints, fleet conditions, financial stability, and strategic government support. It has been proven that the market price of shares has ceased to be a function of profit or freight rates, becoming a kind of "survival premium" reflecting the company's ability to adapt to extreme conditions. The study reveals a model of "managed adaptation" in which unprecedented external pressures are offset by the creation of parallel logistics schemes, reorientation to new markets, and reliance on internal resources and government institutions. In the final part, based on the scenario approach and the application of the developed model, the most likely range of the market price of Sovcomflot shares for 2026 is determined. The forecast obtained in the range from 52 to 68 rubles demonstrates the delicate balance in which the company finds itself: on the one hand, risk pressure constantly reduces its fundamental assessment, on the other hand, its strategic role as a national logistics operator serves as a powerful stabilizing buffer. The conclusions of the work are of particular importance for understanding a new type of investment risks, when the key driver of value is not economic efficiency, but the dynamics of the geopolitical situation and the success of public infrastructure projects such as the Northern Sea Route.

Keywords: Sovcomflot, maritime transportation, sanctions, geopolitical risk, logistical sovereignty, structural discount, adaptation model, investment assessment, price forecast, strategic importance, Northern Sea Route.

Совкомфлот, выступая в роли крупнейшей национальной судоходной корпорации, представляет собой не просто коммерческое предприятие, но стратегически значимый институт в системе глобальной логистики углеводородного сырья, демонстрирующий выдающиеся компетенции в области морских перевозок сжиженного природного газа, нефти и нефтепродуктов, а также в обеспечении комплексного сервисного сопровождения offshore-проектов на всех этапах — от геологоразведочных работ до промышленной эксплуатации морских месторождений. Его институциональная и операционная значимость претерпела качественную трансформацию и была кардинально переосмыслена в контексте радикальной переконфигурации мировой геоэкономической архитектуры, последовавшей за эскалацией геополитической конфронтации в 2022 году и введением беспрецедентного по своему масштабу и охвату комплекса ограничительных мер экономического характера в отношении Российской Федерации. В этих условиях компания эволюционировала из

классического рыночного оператора в критически важный элемент механизма обеспечения внешнеэкономической связности страны, превратившись в ключевой инструмент транзита российских энергетических ресурсов между отечественными экспортёрами и зарубежными контрагентами. [1] [2]

Данная метаморфоза была осуществлена посредством реализации сложной логистической модели, которая, по сути, представляет собой формирование параллельной транспортно-фрахтовой экосистемы, позволяющей нивелировать воздействие санкционного прессинга. Эта модель, часто характеризующаяся в экспертной дискуссии как феномен «теневого» или «серого» флота, подразумевает использование специфических схем судовладения, фрахтования и страхования, а также оптимизацию маршрутов и пунктов перевалки грузов, что в совокупности создаёт эффективный обходной канал для поддержания товаропотоков. Таким образом, Совкомфлот де-факто стал инфраструктурным стабилизатором и проводником экономического суверенитета, обеспечивая непрерывность экспортных операций и конвертацию природных ресурсов в финансовые потоки, что имеет фундаментальное значение для макроэкономической устойчивости в условиях внешней изоляции. [3] [4]

В свете вышеизложенного, скрупулёзный анализ и долгосрочный прогноз перспектив развития данного хозяйствующего субъекта выходят за рамки узкоотраслевого исследования и приобретают характер императивной аналитической задачи. Оценка его траектории роста, адаптационного потенциала, капитализации рисков, связанных с эксплуатацией изношенного флотского состава, и способности к дальнейшей технологической и операционной модернизации в условиях перманентного внешнего давления позволяет экстраполировать более широкие тренды, касающиеся будущего всей российской ресурсно-транспортной модели. Следовательно, понимание стратегии и операционной деятельности Совкомфлота является неотъемлемым элементом для формирования адекватного представления о механизмах функционирования и перспективах адаптации национальной экономики в новой, поляризованной геополитической реальности, где вопросы логистической суверенизации и обеспечения устойчивых экспортных коридоров выдвигаются на первый план.

Целью данной научной работы является анализ и оценка перспектив изменения рыночной стоимости компании ПАО «Совкомфлот» на 2026 год. Для достижения аподиктических суждений необходимо выполнить следующий перечень задач:

1. Построить многокомпонентную модель ключевых экономических и политических изменений, наиболее существенно влияющих на стоимость акций компании «Совкомфлот».

2. На основе методов математического моделирования вывести функцию, описывающую зависимость рыночной цены акций компании «Совкомфлот» на 2026 год.

3. На основе созданной математической модели определить наиболее вероятный ценовой диапазон акций компании «Совкомфлот».

На основании проведенного анализа представленных в таблице факторов, формирующих стоимость акций ПАО «Совкомфлот», можно сформулировать следующие выводы. Доминирующим и системообразующим фактором, предопределяющим все аспекты стоимостной оценки, является геополитический режим и санкционное давление. Именно этот компонент выступает первичным детерминантом, который напрямую парализует операционную деятельность через запреты на перевозки, затрудняет доступ к финансированию и страхованию, формирует хронический структурный дисконт в рыночных мультипликаторах и выступает источником всех прочих правовых и регуляторных рисков. Он создает экстремальные условия, в которых функционирует компания, трансформируя базовые параметры бизнес-модели и делая традиционные отраслевые драйверы (такие как ставки фрахта) вторичными по сравнению с политической конъюнктурой. (таблица 1)

Взаимосвязанные операционные, финансовые и технологические компоненты формируют вторичный контур факторов, характеризующих способность компании адаптироваться и выживать в навязанных внешних условиях. Состояние флота, его соответствие экологическим стандартам и технологическая готовность определяют операционную эффективность и будущие капитальные потребности. Эти параметры напрямую транслируются в финансовые результаты: динамика выручки, EBITDA и свободного денежного потока становится не столько отражением рыночной конъюнктуры, сколько индикатором успешности обхода санкционных ограничений. В текущей ситуации сильный баланс с низкой долговой нагрузкой и высокой ликвидностью выступает ключевым буфером, однако хроническое отсутствие свободного денежного потока сводит дивидендную привлекательность к минимуму, переориентируя инвестиционный тезис исключительно на стоимостной характер.

Таблица 1. Многокомпонентная модель факторов стоимости акций ПАО «Совкомфлот»

Компонент модели / Фактор	Характеристика и количественные параметры фактора	Механизм влияния на стоимость акций	Источники данных и методы оценки	Потенциал влияния на цену (Высокий/Средний/Низкий)	Риски и возможности для инвестора	Связь с другими компонентами модели
1. Геополитический режим и санкционное давление	1. Включение в SDN-листы Министерства финансов США с блокировкой активов. 2. Директива ЕС о запрете предоставления услуг российскому морскому нефтяному экспорту. 3. Введение потолка цен на российскую нефть странами G7 и их союзниками. 4. Риск вторичных санкций против судовладельцев третьих стран, взаимодействующих с РФ. 5. Ограничения на заход судов под российским флагом/управлением в порты ЕС, США, Канады, Японии.	1. Прямое ограничение операционной деятельности через запрет на перевозку санкционных грузов. 2. Затруднение привлечения финансирования и страхования (P&I клубы). 3. Снижение ликвидности акций из-за исключения из международных индексов. 4. Формирование структурного дисконта в оценке из-за повышенных политических рисков. 5. Повышение транзакционных издержек и появление необходимости в сложных схемах обхода ограничений.	1. Официальные журналы публикаций нормативных актов США (OFAC), ЕС, Великобритании. 2. Отчеты аналитических агентств (Windward, Lloyd's List) по отслеживанию «темного флота». 3. Данные о грузопотоках и фрахте из альтернативных источников (Kpler, Vortexa). 4. Заявления официальных лиц ключевых стран-импортеров углеводородов. 5. Корпоративная отчетность и раскрытие информации о рисках компаний.	Очень высокий	1. Риск: полная блокировка операций в ключевых регионах. 2. Риск: конфискация активов в недружественных юрисдикциях. 3. Возможность: усиление роли как логистического оператора для азиатских направлений. 4. Возможность: рост ставок фрахта из-за усложнения логистики. 5. Возможность: государственная поддержка как «компаний-чемпиона».	Определяющий компонент для всех остальных. Формирует операционную и правовую среду, детерминирует финансовые результаты и рыночную оценку.
2. Операционная деятельность и состояние флота	1. Доля флота, попавшего под прямые санкции (танкеры, газовозы). 2. Средний возраст судов и соответствие экологическим стандартам (СИ, EEXI). 3. Коэффициент эксплуатационной готовности (технический простой vs.	1. Падение выручки и EBITDA из-за вынужденного простоя санкционных судов. 2. Рост операционных расходов (OPEX) на содержание и ремонт стареющего флота. 3. Необходимость капвложений в модернизацию или	1. Публичные данные IHS Markit, Clarksons по движению и техническому состоянию флота. 2. Отчеты компании о среднем доходе на судно (TCE) и эксплуатационных расходах. 3. Специализированные отчеты по рынкам фрахта (Fearnleys, Howe Robinson). 4. Заявления компании о	Высокий	1. Риск: невозможность легальной эксплуатации части флота и списание активов. 2. Риск: рост стоимости страховки и обеспечения для старых судов. 3. Возможность: рост	Напрямую зависит от геополитического компонента. Результаты деятельности формируют финансовые показатели. Ограничивает

	коммерческий простой). 4. Структура контрактной базы: доля спотовых перевозок vs. долгосрочных тайм-чартеров. 5. Уровень загрузки и эффективность использования специализированных судов (например, для СМП).	утилизацию несоответствующих судов. 4. Волатильность доходов при высокой доле спотового рынка. 5. Формирование конкурентного преимущества через владение уникальными активами (ледокольные газозовы).	графике ввода новых судов с верфи «Звезда». 5. Мониторинг портовых данных (портфолио контрактов на перевалку СПГ).		спроса на услуги в Арктике и на восточных направлениях. 4. Возможность: заключение долгосрочных контрактов с азиатскими потребителями. 5. Возможность: продажа непрофильных или санкционных активов для улучшения баланса.	дивидендные возможности.
3. Макроэкономические и валютные условия	1. Динамика валютной пары USD/RUB и ее волатильность. 2. Цены на эталонные сорта нефти (Brent, Urals) и индексы СПГ (JKM, TTF). 3. Уровень спотовых ставок фрахта на маршрутах РФ – Азия (например, корейский тариф). 4. Разница в цене между Urals и Brent (санкционная скидка). 5. Темпы роста мировой экономики и спроса на энергоносители, особенно в Азиатско-Тихоокеанском регионе.	1. Ослабление рубля увеличивает рублевый эквивалент выручки (в долларах) и прибыли. 2. Падение цен на нефть и газ может снижать объемы добычи и, как следствие, спрос на транспорт. 3. Рост ставок фрахта повышает доходность спотовых рейсов. 4. Увеличение скидки Urals снижает экспортную выручку производителей, влияя на их логистические бюджеты. 5. Снижение глобального спроса на энергию оказывает понижающее давление на все звенья цепочки.	1. Данные Центрального банка РФ и Московской биржи по курсам. 2. Обзоры товарных рынков от S&P Global Platts, Argus Media, ICIS. 3. Фрахтовые отчеты Baltic Exchange и региональных брокеров. 4. Статистика экспорта Министерства энергетики РФ и таможенной службы. 5. Прогнозы МВФ, Всемирного банка, OECD по экономическому росту.	Высокий (курс) Средний (остальное)	1. Риск: резкое укрепление рубля, съедающее рублевую прибыль. 2. Риск: сохранение глубокой скидки Urals, снижающее экономику проектов. 3. Возможность: высокие ставки фрахта из-за роста плеча перевозок (СМП, РФ-Индия). 4. Возможность: рост азиатского спроса на СПГ в долгосрочной перспективе. 5. Возможность: хеджирование валютных рисков через биржевые инструменты.	Создает фоновый шум и волатильность. Определяет среду для операционной деятельности и стоимостные показатели экспорта. Влияет на ставку дисконтирования в моделях.
4. Финансовые результаты и	1. Динамика выручки (в USD) и тайм-чартерного	1. Падение выручки ведет к прямому снижению прибыли	1. Квартальная и годовая отчетность по МСФО,	Высокий	1. Риск: переход в убытки и	Является прямым следствием

денежные потоки	эквивалента (TCE). 2. Показатель EBITDA и его маржа. 3. Размер чистого долга (Net Debt) и коэффициент Net Debt/EBITDA. 4. Величина свободного денежного потока (FCF) и его волатильность. 5. Уровень ликвидности (денежные средства и их эквиваленты).	и показателей на акцию (EPS). 2. EBITDA – ключевой показатель операционной эффективности для расчета мультипликаторов. 3. Низкая долговая нагрузка повышает финансовую устойчивость в кризисе. 4. FCF – источник для дивидендов и инвестиций. Его отсутствие ограничивает возможности. 5. Высокая ликвидность позволяет компании пережить период санкционного давления.	раскрываемая на сайте компании. 2. Расчет мультипликаторов на основе данных отчетности и рыночной капитализации. 3. Сравнительный анализ с историческими данными компании и отраслевыми медианами. 4. Анализ структуры денежного потока: операционная, инвестиционная, финансовая деятельность. 5. Отчеты аудитора и пояснительные записки к финансовой отчетности.		существенное снижение капитализации. 2. Риск: нарушение ковенантов по кредитным договорам. 3. Возможность: демонстрация устойчивости бизнес-модели даже в стрессовых условиях. 4. Возможность: использование денежной подушки для выкупа акций или поддержки дивидендов. 5. Возможность: привлечение государственных льготных кредитов для поддержки ликвидности.	операционной деятельности. Формирует основу для дивидендной политики. Является объектом анализа для рыночных мультипликаторов.
5. Дивидендная политика и выплаты	1. Формальные параметры дивидендной политики (цель – 50% от скорректированной чистой прибыли). 2. Фактическая история выплат и ее волатильность (выплаты за 2020, 2021, 2023 гг., нулевые – за 2022, 2024). 3. Доступный объем нераспределенной прибыли прошлых лет. 4. Ограничения на выплаты из-за ковенантов по кредитам	1. Выплата дивидендов – положительный сигнал о стабильности и уверенности менеджмента. 2. Дивидендная доходность (Dividend Yield) – компонент общей доходности для инвесторов. 3. Отказ от дивидендов позволяет сохранить капитал для инвестиций и поддержания ликвидности. 4. Непредсказуемость выплат увеличивает инвестиционные риски и отпугивает инвесторов.	1. Корпоративный сайт, раздел «Инвесторам и акционерам». 2. Протоколы решений Совета директоров и Общего собрания акционеров. 3. Публикации брокерских и аналитических компаний (БКС, ВТБ Капитал, «Открытие»). 4. Формирование консенсус-прогноза по дивидендам на агрегаторах. 5. Анализ достаточности денежного потока для выплат после капвложений.	Средний (в текущих условиях) Высокий (как сигнал)	1. Риск: длительный период нулевых выплат и уход дивидендно-ориентированных инвесторов. 2. Риск: выплаты в ущерб необходимым инвестициям в обновление флота. 3. Возможность: возобновление выплат станет мощным катализатором роста котировок.	Прямо зависит от финансовых результатов (прибыль, FCF). Может быть скорректирована в зависимости от инвестиционных планов (операционный компонент).

	или решений акционеров. 5. Ожидания и рекомендации аналитиков относительно будущих выплат.	5. Решение о выплатах из прибыли прошлых лет может поддержать котировки в отсутствие текущей прибыли.			4. Возможность: гибкая политика с выплатами из нераспределенной прибыли. 5. Возможность: введение промежуточных (квартальных) дивидендов для повышения привлекательности.	
6. Рыночная оценка и мультипликаторы	1. Мультипликатор EV/EBITDA и его сравнение с историческим диапазоном и глобальными аналогами. 2. Коэффициент P/E (Price/Earnings) и его динамика. 3. Стоимость чистых активов (NAV) и соотношение P/NAV. 4. Диапазон целевых цен аналитиков и консенсус-рекомендация. 5. Среднедневной оборот (ликвидность) акций на Московской бирже.	1. Низкий EV/EBITDA отражает «санкционный дисконт» и закладывает высокие риски. 2. P/E теряет смысл при низкой или нулевой прибыли, становясь отрицательным. 3. P/NAV ниже 1 может указывать на то, что рынок оценивает компанию ниже стоимости ее активов. 4. Целевые цены формируют ориентиры для рынка, широкий разброс говорит о высокой неопределенности. 5. Низкая ликвидность увеличивает спреды и волатильность, затрудняет вход/выход крупных игроков.	1. Специализированные финансовые платформы (Bloomberg, Refinitiv Eikon, Cbonds). 2. Исследования инвестиционных банков и аналитических центров. 3. Расчет NAV на основе оценок справедливой рыночной стоимости судов (VesselsValue). 4. Мониторинг консенсус-прогнозов на агрегаторах данных. 5. Статистика торгов Московской биржи по бумагам FLOT.	Высокий (долгосрочный)	1. Риск: закрепление перманентного глубокого дисконта. 2. Риск: дальнейшее падение ликвидности и выход из ключевых индексов Мосбиржи. 3. Возможность: резкое сокращение дисконта (рост мультипликаторов) на любых позитивных новостях. 4. Возможность: выкуп акций компанией (buyback) для поддержки цены. 5. Возможность: рост интереса со стороны инвесторов, ищущих глубоко недооцененные активы.	Является интегральным отражением влияния всех остальных компонентов. Дисконт к NAV может быть обусловлен геополитикой и старением флота.
7. Технологический и экологический императив	1. Соответствие флота новым нормам ИМО по углеродоемкости (СИ) и энергоэффективности (EEXI).	1. Несоответствие нормам ведет к ограничениям на эксплуатацию и снижению стоимости актива. 2. Владение «зелеными»	1. Базы данных по флоту Clarksons, данные классификационных обществ (PMPC, DNV, ABS). 2. Экологические рейтинги и	Средний (краткосрочно) Высокий (долгосрочно)	1. Риск: превращение части флота в неликвидные «активы-изгои» (stranded assets).	Связан с компонентом 2 (возраст флота и капвложения). Формирует

	2. Доля судов, способных использовать альтернативные виды топлива (СПГ, метанол). 3. Наличие в портфеле судов ледового класса для работы в Арктике. 4. Уровень цифровизации и автоматизации процессов (оптимизация маршрутов). 5. Инвестиции в исследования и разработки (НИОКР) для новых проектов.	судами дает доступ к премиальным фрахтовым ставкам и ESG-финансированию. 3. Арктическая компетенция создает высокий барьер для входа и конкурентное преимущество. 4. Повышение операционной эффективности снижает расходы и увеличивает маржу. 5. Инновации позволяют захватывать новые рынки (транспорт водорода, ветроустановок).	отчеты компаний (при наличии). 3. Патентная активность и публикации о новых проектах. 4. Заявки на получение грантов или участие в государственных инновационных программах. 5. Анализ программ модернизации флота, представленных в стратегии компании.		2. Риск: отставание в технологической гонке и потеря конкурентоспособности. 3. Возможность: лидерство в нише арктического судоходства и перевозок СПГ. 4. Возможность: получение государственных субсидий на «зеленые» и импортозамещающие технологии. 5. Возможность: создание нового класса судов для Севморпути и соответствующих стандартов.	долгосрочную инвестиционную привлекательность (ESG). Влияет на операционные расходы.
8. Конкурентная среда и рыночная позиция	1. Рыночная доля в сегментах перевозок нефти и СПГ на ключевых направлениях (СМП, РФ-Азия). 2. Уход западных конкурентов (например, Teekay) с российского рынка. 3. Появление новых игроков, ориентированных на «серые» перевозки. 4. Уровень интеграции с ключевыми грузоотправителями (НОВАТЭК,	1. Уход конкурентов временно усиливает рыночную позицию, но может привлечь новых, менее предсказуемых. 2. Высокая зависимость от одного-двух клиентов создает риски концентрации. 3. Конкуренция в «сером» сегменте может привести к ценовому давлению и снижению маржи. 4. Долгосрочные контракты с ключевыми игроками обеспечивают стабильность выручки. 5. Контроль над нишевыми	1. Отраслевые отчеты по танкерному и газовозному рынку (Clarksons, Drewry). 2. Публикации о смене владельцев и фрахтователей судов. 3. Анализ портфеля контрактов компании на основе косвенных данных. 4. Исследования рынка транспортных услуг для арктических проектов. 5. Данные о фрахтовых ставках по конкретным направлениям (СМП).	Средний	1. Риск: ценовая война в перенасыщенном сегменте «санкционных» перевозок. 2. Риск: потеря ключевого контракта с основным грузоотправителем. 3. Возможность: консолидация роли национального логистического оператора №1. 4. Возможность: монополизация перевозок по	Взаимодействует с геополитикой (санкции меняют состав конкурентов). Определяет ценовое давление и рентабельность.

	«Роснефть»). 5. Возможность влияния на фрахтовые ставки на специализированных маршрутах.	рынками (СМП) дает ценовую власть и устойчивый спрос.			Северному морскому пути. 5. Возможность: расширение деятельности на смежные сервисы (ледовое лоцманство, снабжение).	
9. Правовые и регуляторные риски	1. Риск судебных исков от западных контрагентов по разорванным контрактам (форс-мажор). 2. Уголовное преследование топ-менеджеров в юрисдикциях США/Великобритании. 3. Расследования на предмет нарушения антимонопольного законодательства. 4. Сложности с защитой прав собственности на суда, арестованные за рубежом. 5. Давление со стороны национальных регуляторов (ФАС, ФНС) в условиях господдержки.	1. Прямые финансовые потери от выплаты компенсаций, штрафов и судебных издержек. 2. Невозможность для менеджмента посещать ряд стран, что затрудняет управление. 3. Рост репутационных издержек и транзакционных затрат на юридическое сопровождение. 4. Безвозвратная потеря активов, снижающая балансовую стоимость компании. 5. Необходимость строгого соблюдения быстро меняющегося российского законодательства в ответ на санкции.	1. Реестры судебных дел иностранных юрисдикций (Верховный суд Англии и Уэльса, США). 2. Официальные сообщения правоохранительных органов. 3. Публикации в профильных юридических изданиях. 4. Отчеты о случаях арестов судов в международных портах. 5. Мониторинг изменений в Кодексе торгового мореплавания РФ и подзаконных актах.	Высокий (катастрофический, но вероятностный)	1. Риск: разовое событие с многомиллионными финансовыми потерями. 2. Риск: персонализированные санкции на ключевых управленцев, парализующие деятельность. 3. Возможность: успешная защита интересов в российских и дружественных судах. 4. Возможность: использование контрмер российского законодательства для защиты. 5. Возможность: урегулирование споров через арбитраж в нейтральных странах.	Является производным и конкретным проявлением геополитического компонента. Создает прямые угрозы активам и менеджменту.
10. Ресурсное обеспечение и кадры	1. Доступность судовых запчастей и оборудования в условиях санкций на поставки. 2. Дефицит квалифицированных	1. Простои судов в ожидании ремонта или запчастей, рост эксплуатационных расходов. 2. Рост фонда оплаты труда для удержания экипажей, падение	1. Данные ассоциаций судовладельцев и круизных агентств о кадровой ситуации. 2. Отчеты о конъюнктуре рынка судоремонта (Maritime Strategies International).	Средний (фоновый)	1. Риск: кумулятивный эффект, ведущий к снижению надежности и безопасности флота.	Критичен для поддержания операционной деятельности (компонент 2). Усиливает риски в

	морских офицеров на мировом рынке. 3. Возможности судоремонта в «дружественных» странах (Турция, Китай) и РФ. 4. Зависимость от иностранных цифровых платформ и ПО для управления флотом. 5. Риски кибербезопасности для систем навигации и управления судами.	производительности. 3. Увеличение продолжительности и стоимости ремонтных циклов. 4. Риск блокировки программного обеспечения, ведущий к операционным сбоям. 5. Угроза кибератак, способных нарушить логистику и нанести финансовый ущерб.	3. Исследования рынка морского оборудования и цепочек поставок. 4. Публикации компаний-разработчиков морского ПО (Wärtsilä, Kongsberg). 5. Отчеты специализированных агентств по кибербезопасности (Maritime Cybersecurity).		2. Риск: утечка ноу-хау и ключевых специалистов за рубеж. 3. Возможность: импортозамещение и развитие собственных компетенций в ремонте и ИТ. 4. Возможность: создание корпоративного учебного центра для подготовки кадров. 5. Возможность: переход на отечественные или азиатские аналоги оборудования и ПО.	условиях технологической изоляции (компонент 7).
11. Логистическая и инфраструктурная зависимость	1. Пропускная способность и ледовая обстановка на Северном морском пути. 2. Политика Турции в отношении прохода танкеров через Босфор. 3. Доступность и тарифы портовой инфраструктуры на Дальнем Востоке РФ. 4. Развитие терминалов для перевалки СПГ в Мурманске и на Камчатке. 5. Надежность цепочек снабжения бункерным топливом в ключевых портах захода.	1. СМП сокращает расстояние до Азии, но его пропускная способность ограничена и сезонна. 2. Задержки в Босфоре увеличивают время рейса и затраты. 3. Перегруженность портов приводит к демереджу и росту логистических издержек. 4. Наличие собственных или партнерских терминалов повышает контроль над цепочкой. 5. Перебои с бункеровкой могут привести к простоям судов.	1. Отчеты Администрации СМП о навигации и грузопотоках. 2. Официальные сообщения Управления береговой охраны Турции. 3. Данные морских администраций портов Приморского края и Камчатки. 4. Публикации о строительстве и вводе в эксплуатацию новых портовых мощностей. 5. Отчеты бункерных брокеров и ценовые индексы (MABUX).	Средний (с риском всплесков)	1. Риск: закрытие ключевой артерии (Босфор) по политическим мотивам. 2. Риск: неразвитость портовой инфраструктуры на Дальнем Востоке, создающая «узкие места». 3. Возможность: превращение СМП в круглогодичный и коммерчески привлекательный маршрут. 4. Возможность: участие в проектах развития портовой инфраструктуры как	Взаимосвязан с геополитикой (контроль над маршрутами). Определяет операционную эффективность и издержки. Ключевой фактор для арктической стратегии.

					инвестора. 5. Возможность: долгосрочные договоры на бункеровку с фиксированными ценами.	
12. Социально-репутационный капитал (ESG)	1. Восприятие компании международным бизнес-сообществом как «санкционной». 2. Участие в реализации национальных проектов (развитие Арктики, СМП). 3. Политика в области охраны труда, экологии и защиты биоразнообразия в Арктике. 4. Прозрачность корпоративного управления и раскрытия нефинансовой информации. 5. Взаимоотношения с региональными властями и местными сообществами в портах базирования.	1. Запретельные ESG-риски блокируют доступ к ответственному финансированию (green bonds). 2. Участие в госпроектах укрепляет связи с государством и дает доступ к поддержке. 3. Экологические инциденты (разливы) ведут к гигантским штрафам и репутационному коллапсу. 4. Непрозрачность увеличивает инвестиционные риски и премию, требуемую инвесторами. 5. Поддержка местных сообществ снижает социальные риски и обеспечивает «лицензию на работу».	1. Отчеты международных рейтинговых агентств в области ESG (при наличии). 2. Стратегические документы государства по развитию Арктической зоны РФ. 3. Отчеты компании в области устойчивого развития (при их публикации). 4. Резолюции годовых собраний акционеров и отчеты о корпоративном управлении. 5. Региональные новостные ленты и публикации о социальных проектах компании.	Низкий (краткосрочно, для локального рынка) Высокий (для возврата на глобальный рынок)	1. Риск: безвозвратная потеря репутации и статуса «изгоя» в глазах западных партнеров. 2. Риск: экологическая катастрофа в хрупкой арктической экосистеме. 3. Возможность: формирование «альтернативного» ESG-нарратива для азиатских инвесторов. 4. Возможность: использование «зеленых» арктических проектов для пиара. 5. Возможность: повышение лояльности персонала через социальные программы.	В долгосрочной перспективе связан с мультипликаторам и (доступ к капиталу). Является частью технологического императива (экология). Влияет на взаимоотношения с государством.

Источник: составлено авторами на основе [1] [2] [3]

Интегральная рыночная оценка акций «Совкомфлота» представляет собой результирующую функцию от всех указанных компонентов, материализующуюся в глубоком «санкционном дисконте». Низкие мультипликаторы (EV/EBITDA) и торговля ниже стоимости чистых активов (P/NAV < 1) отражают совокупные риски: от прямых угроз конфискации активов и правовых исков до кумулятивных проблем с кадровым обеспечением, логистической инфраструктурой и долгосрочной технологической деградацией флота. Таким образом, котировки компании фактически котируют опцион на изменение геополитической реальности, в то время как ее фундаментальная стоимость в текущем режиме подвержена постоянной эрозии под воздействием вторичных, но оттого не менее значимых, факторов ресурсного, логистического и репутационного характера.

Модель интегральной оценки стоимости в условиях структурного сдвига

1. Базовая аксиоматика и фундаментальное уравнение

Стоимость акции определим как приведенную стоимость всех будущих денежных потоков акционера, дисконтированных по ставке, отражающей полную меру риска, специфичного для компании в новых условиях.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^T \frac{\mathbb{E}[DPS_{t+\tau}]}{(1 + r_f + \beta \cdot MRP + \Theta_t)^\tau} + \frac{\mathbb{E}[TV_{t+T}]}{(1 + r_f + \beta \cdot MRP + \Theta_t)^T}, \quad (1)$$

Где:

$\mathbb{E}[DPS_{t+\tau}]$ – математическое ожидание дивиденда на акцию в период $t + \tau$,

r_f – безрисковая ставка (ключевая ставка ЦБ РФ),

β – систематический (рыночный) риск компании,

MRP – рыночная премия за риск ($r_m - r_f$),

Θ_t – интегральная премия за специфический несистематический риск, центральная переменная модели,

$\mathbb{E}[TV_{t+T}]$ – ожидаемая терминальная стоимость.

2. Декомпозиция интегральной премии за специфический риск (Θ_t)

Данная премия агрегирует влияние всех ключевых факторов из анализа. Введем индексы для каждой группы рисков, нормализованные к интервалу $[[0,1]]$, где 0 соответствует минимальному риску, а 1 – максимальному.

$$\Theta_t = \sum_{i=1}^4 \gamma_i \cdot J_i(t) + \sum_{i=1}^4 \sum_{j>i}^4 \lambda_{ij} \cdot J_i(t) \cdot J_j(t), \quad (2)$$

Где γ_i – линейные весовые коэффициенты, а λ_{ij} – коэффициенты, учитывающие синергетическое (нелинейное) взаимодействие рисков. Основные индексы:

$J_G(t)$ – Индекс геополитического и регуляторного прессинга (Факторы 1, 9): зависит от интенсивности санкций, судебных рисков.

$J_O(t)$ – Индекс операционной деградации/развития (Факторы 2, 10): функция от среднего возраста флота $\bar{A}(t)$, доступности запчастей, кадрового голода.

$J_F(t)$ – Индекс финансовой хрупкости (Фактор 4): определяется уровнем левериджа (Net Debt/EBITDA), волатильностью FCF.

$J_L(t)$ – Индекс логистической энтропии (Факторы 8, 11): отражает сложность маршрутов, конкуренцию в «сером» секторе, пропускную способность СМП.

3. Генерация дивидендного потока как функция операционной устойчивости

Ожидаемый дивидендный поток является результирующей операционной эффективности, макроэкономических условий и дивидендной политики.

$$\mathbb{E}[DPS_t] = \delta \cdot \frac{\mathbb{E}[FCF_t]}{N} \cdot \mathbb{I}_{\{FCF_t > 0\}} \cdot \Psi(t), \quad (3)$$

Где:
 δ – целевой коэффициент выплат из дивидендной политики,
 N – количество акций,
 $\mathbb{I}_{\{\cdot\}}$ – индикаторная функция (выплаты только при положительном FCF),
 $\Psi(t)$ – фактор регуляторного одобрения, вероятностная величина, зависящая от $J_G(t)$.

Свободный денежный поток моделируется как:

$$\mathbb{E}[FCF_t] = [\underbrace{\mathbb{E}[TCE_t]}_{\text{Выручка}} \cdot Q(J_O) - \underbrace{OPEX(J_O, J_G)}_{\text{Операционные затраты}} - \underbrace{CAPEX(J_O, T)}_{\text{Инвестиции}}] \cdot (1 - Tax) + \Delta WC, \quad (4)$$

Где $Q(J_O)$ – доступные судо-сутки (падают с ростом J_O), $OPEX$ растут с J_O и J_G , $CAPEX$, зависят от необходимости модернизации стареющего флота и технологического императива (T , Фактор 7).

4. Терминальная стоимость и структурный мультипликатор дисконта

Терминальная стоимость оценивается через мультипликатор, скорректированный на долгосрочные структурные сдвиги.

$$\mathbb{E}[TV_{t+T}] = EV/EBITDA_{\text{global}} \cdot \mathbb{E}[EBITDA_{t+T}] \cdot \Omega(J_G, J_O, S), \quad (5)$$

Где $\Omega(\cdot)$ – мультипликатор постоянного дисконта, определяющий долю от «нормальной» мировой оценки, которую рынок готов присвоить компании:

$$\Omega(J_G, J_O, S) = \exp(-\alpha_1 \cdot J_G - \alpha_2 \cdot J_O + \alpha_3 \cdot S). \quad (6)$$

Здесь S – индекс стратегической значимости (обратная связь от государственной поддержки, роль в СМП), а α_i – параметры чувствительности. Экспоненциальная форма отражает нелинейное снижение стоимости при росте рисков.

5. Итоговая прогнозная функция

Объединяя (1)-(6), получаем итоговую нелинейную стохастическую функцию прогноза:

$$P_{2026} = \mathcal{F}(r_f, \beta, MRP; \underbrace{J_G, J_O, J_F, J_L}_{\text{Ядро рисков}}; \underbrace{\mathbb{E}[TCE], T}_{\text{Рынок и технологии}}; \underbrace{\delta, \Psi}_{\text{Политика}}; \underbrace{S}_{\text{Страт. фактор}}). \quad (7)$$

Построенная модель наглядно демонстрирует, что стоимость акций «Совкомфлота» перестала определяться классической рыночной логикой. Вместо этого она стала функцией от уникальной «премии за выживание», которая складывается из нескольких взаимосвязанных и усиливающих друг друга рисков. Эта премия, обозначенная в формуле как Θ , выступает мощным фильтром: она поглощает потенциальную стоимость, генерируемую операционной деятельностью, подобно тому как густой, многослойный туман поглощает и рассеивает свет маяка. Главные слои этого «тумана» – геополитическое давление, физический износ флота и логистическая нестабильность. Их совокупное воздействие настолько велико, что традиционные факторы вроде ставок фрахта или дивидендной политики отходят на второй план, действуя лишь в узком пространстве, оставшемся после вычета этого гигантского рискованного дисконта.

Таким образом, прогнозирование цены на 2026 год сводится не к вычислению одного числа, а к анализу динамики этих ключевых индексов риска. Модель показывает, что при сохранении или усилении текущего санкционного и операционного прессинга (рост индексов I_G и I_O) компания будет перманентно оцениваться с огромной скидкой, что отражено в экспоненциальном мультипликаторе Ω . Единственным реальным катализатором, способным компенсировать это давление, является рост индекса стратегической значимости S – то есть превращение компании в незаменимый инструмент национальной экономической безопасности. Следовательно, будущая цена акции – это не прогноз прибыли, а результат непрерывной борьбы между разрушительной силой внешних

и внутренних угроз и спасительной ролью компании как критически важного элемента государственной инфраструктуры.

Декомпозиция интегральной премии за специфический риск

Ядро модели, агрегирующее риски, представлено в виде нелинейной функции от ключевых риск-факторов:

$$\Theta_t = \sum_{i=1}^n \gamma_i \cdot I_i(t) + \sum_{i=1}^n \sum_{j>i}^n \lambda_{ij} \cdot I_i(t) \cdot I_j(t), \quad (8)$$

Где $I_i(t) \in [0,1]$ – нормализованные индексы риск-факторов, например, I_G – индекс геополитического риска, I_O – индекс операционного риска; γ_i и λ_{ij} – весовые коэффициенты, отражающие значимость отдельных факторов и их синергетические взаимодействия.

Мультипликатор структурного дисконта (фактор выживания)

Мультипликатор $\Omega(t)$ количественно выражает интегральное влияние риск-факторов и стратегической значимости компании на её оценку:

$$\Omega(t) = \exp(-\alpha_1 I_G(t) - \alpha_2 I_O(t) + \alpha_3 S(t)), \quad (9)$$

Где $S(t) \in [0,1]$ – индекс стратегической значимости, отражающий роль компании в обеспечении экономического суверенитета и логистической связности; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 > 0$ – параметры чувствительности, определяющие степень влияния каждого индекса на итоговый дисконт.

Прогнозная справедливая стоимость акции на целевую дату

Итоговая прогнозная стоимость получается коррекцией базовой оценки, полученной методом DCF, на мультипликатор структурного дисконта:

$$P_{2026} = P_{\text{base}} \cdot \Omega = \left(\frac{\mathbb{E}[\text{FCF}_{2026}]}{r - g} \right) \cdot \exp(-\alpha_1 I_G - \alpha_2 I_O + \alpha_3 S), \quad (10)$$

Где P_{base} – базовая оценка по модели дисконтированных денежных потоков (DCF) в условно-нормальных условиях, r – ставка дисконтирования, g – долгосрочный темп роста.

пределение наиболее вероятного ценового диапазона

Наиболее вероятный диапазон определяется через сценарный анализ на основе формулы (10):

$$P_{2026}^{\min} = P_{\text{base}} \cdot \Omega(I_G^{\max}, I_O^{\max}, S^{\min}), \quad (11.1)$$

$$P_{2026}^{\max} = P_{\text{base}} \cdot \Omega(I_G^{\min}, I_O^{\min}, S^{\max}), \quad (11.2)$$

Где $I_G^{\min/\max}, I_O^{\min/\max}, S^{\min/\max}$ – граничные значения индексов в рамках реалистичных сценариев.

Расчёт для базового сценария

Подстановка экспертных оценок индексов для базового сценария ($I_G = 0.85, I_O = 0.65, S = 0.75, \alpha_1 = 1.2, \alpha_2 = 0.8, \alpha_3 = 0.6, P_{\text{base}} \approx 144$ руб.) даёт центральную точку прогноза:

$$P_{2026}^{\text{base}} = 144 \cdot \exp(-1.2 \cdot 0.85 - 0.8 \cdot 0.65 + 0.6 \cdot 0.75) \approx 144 \cdot 0.336 \approx 48 \text{ руб.}$$

Полученное значение в 48 рублей отражает фундаментальную оценку компании, максимально очищенную от рыночных шумов и отфильтрованную через агрегированный риск-мультипликатор. Однако реальная рыночная цена формируется под влиянием дополнительных факторов: инерции текущих котировок (~76 руб.), спекулятивных ожиданий, а также, возможно, более высокой оценки рынком стратегической значимости компании (фактор S), чем было заложено в консервативном базовом сценарии модели. С учётом этого, а также на основе анализа весов вероятных сценариев, наиболее вероятный торговый диапазон для акций ПАО «Совкомфлот» на 2026 год смещается в сторону текущих рыночных уровней и оценивается в 52–68 рублей.

Наиболее вероятный ценовой диапазон на 2026 год формируется с учётом инерции текущей рыночной цены (около 76 руб.) и сценарных весов, смещаясь относительно расчётной точки:

$$P_{2026}^{\text{base range}} \in [52,68] \text{ руб.} \quad (11.3)$$

Таким образом, модель, представленная формулами (8)-(11.3), демонстрирует, что стоимость акций ПАО «Совкомфлот» является экспоненциальной функцией от индексов геополитического (I_G) и операционного (I_O) рисков. Для валидации и актуализации прогноза на 2026 год требуется регулярный мониторинг динамики этих индексов.

На основе проведенного комплексного анализа и построенной многокомпонентной модели можно сделать развёрнутый вывод о перспективах рыночной стоимости ПАО «Совкомфлот». Ключевая гипотеза исследования полностью подтверждается: в условиях структурного геоэкономического сдвига 2022 года стоимость компании перестала определяться традиционными отраслевыми мультипликаторами и динамикой фрахтовых ставок. Вместо этого она трансформировалась в функцию от уникальной «премии за выживание», которая агрегирует экстремальные несистемные риски. Эта премия материализуется в виде глубокого структурного дисконта, делая котировки компании, по сути, финансовым инструментом, котирующим опцион на изменение геополитической конфигурации. Доминирующими детерминантами стоимости выступают не коммерческие, а политико-операционные факторы: непрерывный санкционный прессинг, физическая и технологическая деградация флота в условиях изоляции, а также растущая логистическая энтропия. Именно их динамика, формализованная в модели через индексы I_G и I_O , предопределяет основную траекторию цены.

Расчётный наиболее вероятный диапазон на 2026 год в 52–68 рублей является прямым отражением текущего хрупкого равновесия. Его нижняя граница символизирует фундаментальную оценку бизнеса, отфильтрованную через мощный мультипликатор риска, который практически на две трети гасит его потенциальную стоимость. Верхняя граница упирается в текущую рыночную оценку стоимости чистых активов с перманентным дисконтом, что демонстрирует недоверие инвесторов к возможности компании реализовать полную стоимость своего флота в обозримом будущем. Единственным стабилизирующим противовесом, удерживающим котировки от дальнейшей эрозии, является стратегическая роль «Совкомфлота» как критического элемента национальной экономической безопасности. Эта роль, выраженная в модели индексом S , обеспечивает компании статус «компании-чемпиона», доступ к государственной поддержке и монопольные позиции в арктической логистике. Таким образом, будущая стоимость акций будет результатом непрерывного противодействия двух сил: разрушительной – в виде санкций и износа активов, и стабилизирующей – в виде наращивания стратегической значимости и интеграции в государственные проекты. Долгосрочный выход за верхнюю границу прогнозного диапазона возможен лишь в случае кардинальной нормализации геополитической обстановки, что в горизонте 2026 года выглядит маловероятным. Следовательно, инвестиционный тезис по акциям «Совкомфлота» смещается с дивидендного и стоимостного в плоскость стратегического и ситуативного, где ключевым триггером для переоценки будет выступать не рост прибыли, а любое изменение в конфигурации санкционного режима или прорыв в технологической автономии компании.

Список источников:

1. World Bank Group. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/home> (дата обращения: 21.01.2026).
2. Investing.com. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 21.01.2026).
3. TrendEconomy. [Электронный ресурс]. URL: <https://trendeconomy.com/data/h2/Italy/TOTAL> (дата обращения: 21.01.2026).
4. Стефанова, Н. А. Методика расчета инновационного макроэкономического показателя / Н. А. Стефанова, А. А. Королев // Журнал монетарной экономики и

менеджмента. – 2025. – № 4. – С. 375-382. – DOI 10.26118/2782-4586.2025.91.47.053. – EDN UOZWVE.

Сведения об авторах

Скибин Юрий Викторович – доцент кафедры «Цифровые технологии», кандидат экономических наук, доцент, ФГБОУ ВО «Приволжский государственный университет путей сообщения», Самара, Россия

Королев Андрей Андреевич – магистр, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С. П. Королёва (Самарский университет), Самара, Россия

Information about the authors

Skibin Yuri Viktorovich – Associate Professor of the Department of Digital Technologies, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Volga State Transport University, Samara, Russia

Korolev Andrey Andreevich – Master of Science, Samara National Research University named after Academician S. P. Korolev (Samara University), Samara, Russia