3 ЯРДА над рельсами

НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ НАЧИНАЕТ ФОРМИРОВАТЬСЯ НОВАЯ ГРУППА ЭМИТЕНТОВ, СОСТОЯЩАЯ ИЗ ОПЕРАТОРОВ РЫНКА ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫХ ГРУЗОВЫХ ПЕРЕВОЗОК. ДО НЕДАВНЕГО ВРЕМЕНИ В ЭТОМ СЕГМЕНТЕ БЫЛИ ПРЕДСТАВЛЕНЫ ЛИШЬ БУМАГИ ГОСУДАРСТВЕННОГО МОНОПОЛИСТА ОАО «РЖД» И ОДИН ЗАЕМ КЭПТИВНОГО ООО «ММК-ТРАНСФИНАНС». В ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛЕ 2007 ГОДА НА ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК ВЫШЛА ЧАСТНАЯ «ДАЛЬНЕВОСТОЧНАЯ ТРАНСПОРТНАЯ ГРУППА», А ТЕПЕРЬ РАЗМЕСТИТЬ БОНДЫ ОБЪЕМОМ В 3 МЛРД РУБ. СОБРАЛСЯ ЕЩЕ ОДИН НЕЗАВИСИМЫЙ ИГРОК СЕКТОРА — ООО «ФИРМА «ТРАНСГАРАНТ».

«Трансгарант» был создан в 1997 году в Воронеже при поддержке руководства Юго-Восточной железной дороги. Тогда компания вела только экспедиторскую деятельность, обеспечивала работу грузоотправителей и гарантировала оплату тарифа железной дороге. Собственного подвижного состава у компании не было.

В 2000 году компания заключила договор с Лебединским ГОКом и стала возить металлургическое сырье. Во многом благодаря именно этому договору «Трансгарант» до сих пор остается обладателем самого большого (более 3000 единиц) парка окатышевозов — специализированных вагонов для перевозки промежуточного продукта обработки черных руд.

Далее подвижной состав компании начал сильно диверсифицироваться, заключались договоры на перевозку серы из Астрахани, леса из Хабаровска, угля из Якутии и Иркутска. Стали появляться и дочерние компании — «Трансгарант-Восток», «Трансгарант-Украина».

На одном из этапов развития стратегическим партнером «Трансгаранта» стала компания «Северстальтранс», которая вошла в уставной капитал на паритетных началах с менеджментом «Трансгаранта». В рамках группы «Северстальтранс» «Трансгарант» ожидало объединение с другими железнодорожными компаниями, однако затем партнеры разошлись во взглядах на необходимость дальнейшего развития. В результате у компании появился другой стратегический партнер — «Промышленные инвесторы» в лице группы FESCO, больше известной как Дальневосточное морское пароходство.

МОРСКИЕ АКЦИОНЕРЫ

Дальневосточное морское пароходство (ДВМП) отсчитывает свою историю с 1880 года, когда было создано агентство Добровольного флота во Владивостоке (Доброфлот). Сегодня группа ДВМП по показателю суммарного дедвейта является третьей по величине компанией в России в области морских перевозок и второй — по величине флота. Не желая ограничиваться оказанием услуг в сфере морских перевозок, группа расширяет свой бизнес, поглощая активы в секторе транспортных и экспедиционных услуг, а также развивая собственную логистическую инфраструктуру. В структуре группы помимо сильного грузового морского флота уже есть семь действующих и строящихся морских терминалов: ДВМП в равных долях с компанией First Quantum владеет Национальной контейнерной компанией, оперирующей терминальными комплексами в крупнейших портах России и СНГ. С 2003 года в состав ДВМП входит компания «Дальрефтранс» — крупнейший оператор рефрижераторных контейнерных перевозок на Дальнем Востоке, а в 2004 году группа на паях с ОАО «РЖД» создала совместное предприятие ЗАО «Русская тройка», специализирующееся на контейнерных перевозках и транспортировке автомобилей (ДВМП и ОАО «РЖД» владеют компанией в равных долях). Таким образом, основной акционер FESCO — группа «Промышленные инвесторы» — реализует озвученную стратегию преобразования группы в крупнейшего оператора контейнерных портов и провайдера интермодальных и экспедиционных услуг. По замыслу акционеров, группа FESCO должна контролировать все основные этапы транспортировки грузов, соединив их в целостную транспортную цепочку. За последние пять лет группа «Промышленные инвесторы» потратила свыше $550 млн на приобретение различных активов в транспортной сфере.

В сентябре 2006 года менеджмент «Трансгаранта» приобрел у группы компаний «Северстальтранс» 50% в Neteller holdings Limited для дальнейшей передачи ДВМП. Оставшиеся 50% контролировались менеджментом компании до апреля 2007 года, когда завершился обмен оставшихся у менеджмента 50% акций в «Трансгаранте» на 12% в группе ДВМП. Таким образом, компания перешла под полный контроль ДВМП.

По оценкам отраслевых экспертов, приобретение «Трансгаранта» стоило FESCO не менее $184 млн. Компания в рамках транспортной группы FESCO к своему традиционному бизнесу намерена добавить и новое направление — контейнерные железнодорожные перевозки, поскольку сама группа в основном специализируется именно на контейнерных грузах. Выстраивать бизнес «Трансгаранта» в соответствии с новыми задачами пригласили профессионального железнодорожника — Алексея Грома, с 1993 года занимавшего руководящие посты в экспедиторских и операторских компаниях и последние пять лет возглавлявшего крупного грузового оператора «ЮКОС-Транссервис». Прежний генеральный директор «Трансгаранта» Сергей Гущин перешел на работу в транспортную группу FESCO в качестве заместителя генерального директора ОАО «Дальневосточное морское пароходство» по железнодорожным операциям.

НА КОНТЕЙНЕРНОМ НАПРАВЛЕНИИ

По размеру вагонного парка группа «Трансгарант» — третья в сегменте частных грузовых операторов. С учетом парка дочерних компаний она эксплуатирует свыше 17 тыс. единиц подвижного состава, при этом около 70% вагонов находятся в собственности. В парке подвижного состава есть как универсальные вагоны (полувагоны, крытые вагоны и платформы), так и специализированные (окатышевозы, нефтебензиновые цистерны, зерновозы, платформы для перевозки труб, цементовозы и другие).

Исторически «Трансгарант» развивался на базе перевозок в окатышевозах. Так, их грузооборот в 2006 году составил 26.5% от общего грузооборота компании. Парк окатышевозов у «Трансгаранта» по-прежнему самый большой в России, больший, чем аналогичный парк у РЖД. Однако эти перевозки ориентированы только на маршрутные отправки поездами свыше 20 вагонов, поэтому с 2006 года «Трансгарант» начал усиленно диверсифицировать подвижной состав именно для того, чтобы развивать и розничные, повагонные отправки.

Во многом благодаря работе «Трансгаранта» на рынке розничных перевозок (отправка одного или двух вагонов) в его портфеле появилось более пятисот клиентов из самых различных отраслей. И если в начале 2007 года отправки в группе одного-двух вагонов составляли 74.8%, то к концу года эта цифра увеличилась до 80%. Перевозки для небольших клиентов оказались очень перспективным бизнес-направлением. «Трансгарант» одним из первых начал отправлять товары народного потребления в собственных крытых вагонах, и долгое время инвестиции велись именно в этот тип подвижного состава. Но сейчас рынок, по оценкам компании, изменился, и стало более интересно закупать фитинговые платформы для перевозки контейнеров. По словам Алексея Грома, развитие мелких повагонных отправок — хотя и трудоемкое, но очень прибыльное направление деятельности. При этом данная рыночная ниша почти свободна, поскольку требует слишком много трудозатрат. Количество документов на отправку одного вагона такое же, как на весь маршрутный поезд, поэтому большинство частных операторов стараются работать большими группами вагонов, тогда как рынок железнодорожных перевозок, насыщаясь, постепенно движется к более мелкому клиенту. «Мы сильно продвинулись в вопросах розницы, хотя, конечно, есть огромный резерв по оптимизации этой работы. В наших розничных проектах участвуют не только крытые вагоны, но и фитинговые платформы для отправки контейнеров, и на 2008 год мы запланировали большие инвестиции в приобретение данного вида вагонов», — отметил господин Гром.

С приходом нового акционера у «Трансгаранта» появилась дополнительная грузовая база — компания будет координировать железнодорожные логистические цепочки FESCO, а значит, обеспечивать транспортировку большого объема контейнерных грузов, из которых в основном и формируется грузооборот FESCO. Для этого, кроме большого и диверсифицированного парка, компания за 2007 год сформировала пять контейнерных поездов. «Мы планируем, что в 2008 году доля нашего участия в контейнерных перевозках значительно вырастет, а количество ускоренных контейнерных поездов (то есть поездов, следующих по одному маршруту без расцепки в пути следования) увеличится до двадцати», — декларирует свои цели генеральный директор «Трансгаранта» Алексей Гром.

В то же время, компания не намерена сдавать свои позиции на рынке генеральных и специализированных грузов и будет придерживаться «стратегии по удержанию сегментов, очень актуальной в условиях появления на рынке новых игроков». В частности, «Трансгарант» продолжит пополнение парка специализированного подвижного состава и намерен расширять свое присутствие в тех сегментах, где требуются вагоны специальных типов. Сейчас в парке группы «Трангарант» более тринадцати видов специализированных вагонов, а с учетом универсальных — шестнадцать. Компания может перевозить трубы большого диаметра, нефтепродукты, химическую продукцию, цемент, штрипс, сжиженные газы, замороженную, охлажденную продукцию и прочие специфические грузы. Такой диверсифицированный парк позволяет компании избежать сезонных спадов в общем объеме перевозок и снижает риск спадов в отдельных отраслях. Но главный фактор привлекательности перевозки специальных грузов состоит, конечно же, в их экономической эффективности: специализированный подвижной состав — самый доходный в парке группы «Трансгарант». По предварительным итогам 2007 года, наибольшую доходность продемонстрировали газовые цистерны, платформы для перевозки труб и платформы для перевозки штрипса. Стабильную доходность показали и окатышевозы, на которые пришлось около четверти прибыли компании.

А вот покупать новые локомотивы компания не спешит. «В настоящее время мы видим свою задачу в насыщении вагонного парка, а не локомотивного», — пояснил Cbonds Review Алексей Гром. По его словам, развивать последнее направление трудно, поскольку нормативная база в этой области несовершенна, поэтому всерьез заняться пополнением локомотивного парка компания планирует лишь после того, как в перевозочном тарифе будет выделена «нормальная локомотивная составляющая». Сейчас в собственности группы «Трансгарант» находится четыре магистральных и семь маневровых тепловозов, однако компания пользуется в основном инфраструктурой РЖД.

В среднем ежемесячно компания инвестирует в приобретение и модернизацию вагонного парка 90 млн руб. В целом, в 2008 году компания планирует инвестировать в приобретение и модернизацию подвижного состава 3.5 млрд руб. За 2007 год «Трансгарант» потратил на приобретение подвижного состава 1.2 млрд руб. Общий инвестиционный бюджет компании в 2007 году составил 1.3 млрд руб. Часть средств была инвестирована в инфраструктурные проекты, в том числе в модернизацию контейнерного терминала «Стройоптторг» в Хабаровске. Такие терминалы необходимы «Трансгаранту» для развития контейнерных перевозок, поскольку именно они выступают связующим элементом между железной дорогой, грузоотправителем и грузополучателем. По сути, эти терминалы являются логистическими центрами, центрами консолидации и распределения товаропотоков. Уже сегодня разрабатываются проекты строительства терминалов в таких ключевых для бизнеса компании регионах, как Москва, Урал и Сибирь. «Уже в начале 2008 года мы направим значительные средства на дальнейшую модернизацию транспортно-логистического центра «Стройоптторг» в Хабаровске, а также на создание терминально-логистического комплекса в Московской области», — рассказывает Алексей Гром.

ВОПРОСЫ ПО РАЗВИТИЮ

Правда, некоторые отраслевые эксперты скептически относятся к планам компании как по развитию на рынке контейнерных перевозок в целом, так и по созданию сети новых терминалов.

«Озвученные планы по наращиванию присутствия «Трансгаранта» на рынке контейнерных перевозок, на мой взгляд, гарантируют возникновение внутрикорпоративной конкуренции между ним и «Русской тройкой», которой ДВМП владеет на паритетных началах с РЖД. Сразу возникает вопрос, не собирается ли ДВМП в рамках означенной стратегии по развитию «Трансгаранта» выходить из капитала «Русской тройки», разделив с РЖД имущество этой компании, — удивился в разговоре с Cbonds Review Алексей Безбородов, руководитель агентства InfraNews, специализирующегося на анализе транспортных и инфраструктурных проектов в сфере контейнерного бизнеса. — И потом, где «Трансгарант» собирается покупать фитинговые платформы? Лично мне это совершенно не ясно: китайские производители этих платформ еще не сертифицированы, а российские заводы уже загружены заказами на год-полтора вперед. Украинские, впрочем, тоже. Где компания будет брать специалистов, которые ей, безусловно, потребуются для развития в новой сфере? Что же касается терминалов, то удобных площадок для них на сегодняшний день попросту нет. Выход тут будет только один — покупать всякие «неудобья», эффективность размещения логистических площадок на которых будет носить весьма спорный характер».

«Если говорить о распределении ролей на рынке, то мы стремимся не к соперничеству, а к партнерству, поэтому нельзя сказать, что мы хотим стать вторыми или первыми. Мы видим свой путь развития в том, чтобы занять уникальную рыночную нишу — в рамках группы FESCO предлагать клиенту удобные схемы взаимодействия и максимум возможностей как на море, так и на железной дороге. Нам важна не доля рынка, нам важно качество сервиса и удовлетворенность клиента. Действительно, рынок железнодорожных перевозок стремительно насыщается. Но внутрикорпоративной конкуренции в рамках FESCO не возникнет. Учитывая географию России, клиентов хватит всем, — прокомментировал тему взаимодействия с «Русской тройкой» начальник отдела маркетинга «Трансгаранта» Александр Метелкин. — При этом мы не будем переориентировать грузы на Дальний Восток. Конечно, есть огромный дисбаланс между экспортом и импортом, но мы транспортная компания, и мы будем оказывать услуги там, где это будет необходимо клиенту».

По словам господина Грома, проблемы с закупкой платформ периодически, конечно, возникают. «Разумеется, мы не собираемся покупать несертифицированные платформы. Но «Трансгарант» работает на рынке грузовых перевозок уже давно, является крупным заказчиком самых различных видов подвижного состава. И если говорить об очереди к производителям, то нам удалось занять ее одними из первых, — заявил он. — Что касается сотрудников, то, во-первых, профессиональным железнодорожникам, обслуживающим подвижной состав, не составит труда начать работу с фитинговыми платформами. Значительного увеличения штата не потребуется, так как количество сотрудников не зависит напрямую от роста парка подвижного состава. Более того, мы оказываем финансовую поддержку студентам железнодорожных вузов, участвуя в реализации Стипендиальной программы им. Августина Бетанкура. В рамках этой программы 140 студентов-отличников высших железнодорожных учебных заведений страны получают именную стипендию. На них во многом и делает ставку «Трансгарант» в подборе кадров».

Консолидированный отчет о прибылях и убытках группы «Трансгарант» *

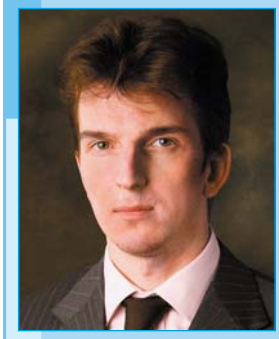
	2004 (в млн руб.)	2005 (в млн руб.)	2006 (в млн руб.)	6 мес. 2007 (в млн руб.)
Выручка	3099	3686	4130	2220
EBITDA	63	987	898	769
Прибыль до налогообложения	(137)	314	491	437
Чистая прибыль	(107)	248	343	306

Консолидированный баланс группы «Трансгарант» *

	2004 (в млн руб.)	2005 (в млн руб.)	2006 (в млн руб.)	6 мес. 2007 (в млн руб.)
Оборотные активы	1 108	1 872	2 069	2 277
Активы	3 895	5 922	7 184	7 683
Обязательства	3 385	5 164	5 804	5 995
в т.ч. займы и кредиты	2 681	4 503	5 338	5 129
Собственный капитал	510	758	1 380	1 689
Итого обязательства и капитал	3 895	5 922	7 184	7 683

** Источник: аудированная консолидированная финансовая отчетность группы «Трансгарант» за 2004–2006 года, составленная в соответствии с МСФО, и неаудированная отчетность за 6 месяцев 2007 года.*

Мнение



Никита Гусаков,
вице-президент,
начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций валютно-финансового управления Ситибанка

Основная инвестиционная идея, которую мы видим в облигациях эмитента ООО «Фирма «Трансгарант» — это возможность для инвесторов получить качественный риск независимого игрока транспортно-инфраструктурной отрасли. Аналогичных бумаг пока на российском рынке облигаций, по сути, нет, а на западном долговом рынке эта отрасль представлена достаточно хорошо. Для тех российских и иностранных инвесторов, которые хотят получить риск этой отрасли, единственным вариантом пока являются бумаги ОАО «РЖД». Но ОАО «РЖД» — государственная компания с рейтингом на уровне суверенного, и ее облигации дают минимальную премию к кривой ОФЗ, поэтому если инвесторы хотят купить частный риск транспортно-инфраструктурной отрасли, эту возможность им дадут облигации «Трансгаранта».

Прогнозировать доходность предстоящего займа в конкретных цифрах нам бы пока не хотелось. Стоимость заимствований для эмитента зависит от того, как закроется долговой рынок в 2007 году и откроется в 2008 году. Доходности на рынке облигаций могут скорректироваться как в лучшую, так и в худшую сторону.

По сути, прямых аналогов для определения доходности выпуска облигаций «Трансгаранта» на рынке нет. Единственным ликвидным инструментом в данном секторе, как уже отмечалось выше, являются облигации ОАО «РЖД». Размер спреда доходности облигаций ООО «Фирма «Трансгарант» к доходности бумаг железнодорожного монополиста будет зависеть от рыночной конъюнктуры.

Эмитент заметно превосходит своих частных коллег по рынку по степени открытости и прозрачности. Компания раскрывает структуру собственности, с 2004 года готовит отчетность по международным стандартам, у нее есть четкая стратегия развития и перспективная инвестиционная программа, а поручителем по займу эмитента выступает ее акционер — группа FESCO. Мы надеемся, что этим выпуском мы создадим на российском облигационном рынке новый ориентир для транспортно-инфраструктурной отрасли и откроем рынок для других игроков.

Мы уверены, что благодаря прозрачности и высокому кредитному качеству эмитента, а также наличию поручительству со стороны ОАО «ДВМП», облигации вызовут большой интерес не только у российских, но и у иностранных инвесторов, которые привыкли к риску данной отрасли, умеют его оценивать и заинтересованы диверсифицировать свои вложения в России. Кроме того, группа FESCO хорошо известна инвесторам в акции, ее развитие отслеживается аналитиками многих ведущих инвестиционных банков, что, на наш взгляд, также позволит расширить базу инвесторов.

Изначально мы планировали вывести выпуск «Трансгаранта» на рынок облигаций в четвертом квартале 2007 года, но поскольку конъюнктура рынка существенно ухудшилась, и при этом у компании не было потребности в срочном рефинансировании, было принято решение перенести размещение на начало 2008 года. Если тенденция по улучшению ликвидности на долговом рынке, которая наметилась в конце 2007 года, не прекратится, то облигационный заем ООО «Фирма «Трансгарант» будет размещен в начале первого квартала 2008 года, поскольку технически компания полностью готова к этому. Известно, что в течение первого квартала 2008 года на рынок облигаций планируют выйти большое число эмитентов, перенесших размещение облигаций с прошлого года, а соответственно, имеет смысл произвести размещение как можно раньше в начале нового года, конечно, если конъюнктура будет благоприятной.

Не видят в компании и наличия проблемы с развитием сети наземных терминалов. «Мы будем не только строить новые терминалы, но и, возможно, покупать уже существующие площадки или недостроенные объекты, — пояснил Алексей Гром. — Пока мы обозначили только три места — Московская область, Новосибирск и Иркутск. Остальные проекты находятся в стадии проектов и переговоров».

КОНКУРИРУЮЩИЕ ФИРМЫ

Самыми сильными компаниями на рынке грузовых железнодорожных перевозок — и по размеру вагонного парка, и по объему перевозимых грузов — в России являются государственное ОАО «РЖД» и ее «дочки» — создаваемая в настоящее время «Первая грузовая компания» и «ТрансКонтейнер». Среди частных компаний по размеру вагонного парка и занимаемой доле рынка лидирует «Новая перевозочная компания», располагающая около 25 тыс. собственных и арендованных вагонов, на втором месте находится государственный «СГ-транс» с парком в 19 тыс. цистерн для перевозки сжиженного газа. Группа компаний «Трансгарант» с парком 17 тыс. вагонов замыкает тройку лидеров.

На четвертом месте «ЮКОС-Транссервис» (специализируется на перевозке нефти и нефтепродуктов) с парком в 16 тыс. единиц подвижного состава, на пятом — ОТЭКО (специализируется на перевозке нефтеналивных грузов) с 15 тыс. вагонов. Шестым идет ДВТГ — более 12.5 тыс. единиц подвижного состава, питерский «Евросиб», производственная база которого сформирована из 11 тыс. вагонов, на седьмом месте. Из перечисленных независимых перевозчиков основными конкурентами «Трансгаранта» являются «Новая перевозочная компания», «Евросиб» и ДВТГ. Все эти компании оперируют в схожих с «Трансгарантом» сегментах.

В сегменте контейнерных перевозок, где, согласно плану FESCO, «Трансгарант» должен стать сильнейшим независимым оператором, есть очень мощный игрок — государственный «ТрансКонтейнер», обладающий самым большим в отрасли парком фитинговых платформ (на которых перевозятся контейнеры) и формально второй по величине после ОАО «РЖД» сетью железнодорожных терминалов. Правда, на деле и по числу контейнерных терминалов дочка опережает свою материнскую

компанию. Из 583 контейнерных площадок, находящихся на балансе ОАО «РЖД», операции с крупнотоннажными контейнерами производятся только на 176 терминалах (крупных площадках). При этом из них только 35 станций, имеющих в своем распоряжении специализированное оборудование, могут полноценно работать с сорокафутовыми контейнерами. При этом «ТрансКонтейнер» располагает 47 такими терминалами.

По данным «Трансгаранта», на 1 декабря у всех частных компаний в собственности находилось чуть более 8 тыс. фитинговых платформ, у «ТрансКонтейнера» — 24 тыс. «Трансгарант» на конец года располагал парком из 600 платформ, а у компаний, входящих в транспортную группу FESCO («Русская тройка», «Инкотек-Транс-Сервис»), было еще около 1900 платформ. Таким образом, FESCO контролирует около 7.8% от количества всех российских фитинговых плаформ, а «Трансгарант» как самостоятельная компания имеет в собственности 7.5% вагонов всего частного фитингового парка.

По итогам первого полугодия 2007 года, по расчетам ОАО «ТрансКонтейнер», доля компании на рынке железнодорожных контейнерных перевозок составила 50% (перевозка собственных и сторонних контейнеров на собственных фитинговых платформах), а на терминалы ОАО «ТрансКонтейнер» пришлось примерно 35% от всего объема контейнерной обработки российскими железнодорожными терминалами. Впрочем, замахиваться на бизнес лидера «Трансгарант» пока не собирается, предпочитая активно конкурировать лишь с частными операторами. С государственными перевозчиками компания, по словам Алексея Грома, старается договариваться. В частности, в настоящий момент «Трансгарант» ведет переговоры об аренде подвижного состава «Первой грузовой компании». «Мы в первую очередь заинтересованы в аренде крытых вагонов и универсальных платформ, так как их на сегодняшний период и арендуем, — уточняет Алексей Гром. — Но количество вагонов, которые мы собираемся арендовать, пока не называем, поскольку процесс все еще находится в стадии переговоров. Могу сказать лишь, что, возможно, мы возьмем в аренду и еще некоторые типы специализированных вагонов».

Комментарии

Андрей Гурьев,
первый заместитель главного редактора журнала «РЖД-Партнер»

С какими основными проблемами сегодня сталкиваются независимые операторы?

Сегодня основная проблема — это ремонт частного подвижного состава. У ОАО «РЖД» он дорогой, не всегда качественный, не всегда понятный в смысле того, когда и за что нужно платить из тарифа, а когда — дополнительно. К тому же, бывает так, что инвентарный парк ремонтируется, а частный стоит в очереди. Ряд операторов в этой связи создают сегодня свою частную ремонтную базу. Кроме того, многие компании считают, что необходимо все-таки принять подзаконные акты по регулированию операторской деятельности, и такой пункт действительно есть в плане мероприятий третьего этапа реформы. Также надо отметить, что за последние годы очень подорожал подвижной состав, но зато увеличились возможности по приобретению вагонов с помощью лизинга. В целом же, несмотря на текущие проблемы, операторам жить все-таки можно, и об этом свидетельствуют весьма неплохие заработки их сотрудников.

Возможно ли рассчитывать на то, что в ближайшем будущем операторы превратятся в полноценных перевозчиков?

Согласно принятой в мае 2007 года Целевой модели рынка железнодорожных транспортных услуг, создание института независимых перевозчиков отложено по крайней мере до 2010 года. И это правильно. Сейчас пользователей железнодорожных услуг надо приучить к свободным тарифам (точнее, к их вагонным составляющим) в рамках деятельности рынка предоставления подвижного состава. Это должно оздоровить ситуацию, и далее уже можно будет думать, как отпускать тариф и для перевозчиков. На пути к этому есть только одна серьезная проблема: это нельзя сделать, пока перевозочный бизнес не выделен из ОАО «РЖД». Но одномоментно это осуществить нельзя, так как перевозчик, действуя в соответствии со своей офертой, не будет обязан принимать груз на любой станции и везти куда угодно, как это обязан сегодня делать владелец инфраструктуры. В результате перевозки на многих нерентабельных направлениях просто рухнут. Поэтому к цели надо идти постепенно, через ступенчатое оздоровление рынка, открытие все больших конкурентных сегментов перевозочного процесса для свободного ценообразования.

Рынок железнодорожных перевозок переживает серьезные изменения, в частности, в связи с выходом на него ОАО «Первая грузовая компания». Как вы полагаете, окажет ли начало полноценной работы ПГК влияние на рентабельность независимых операторских компаний?

Недавно мы проводили интерактивный опрос мнения пользователей портала «РЖД-Партнер» по вопросу о том, как скажется на конкурентоспособности частных операторских компаний создание ОАО «Первая грузовая компания». Ответы распределились следующим образом: конкурентоспособность понизится — свыше 36%, повысится — около 17%, значимых изменений не произойдет — 46.5%, то есть все-таки почти две трети рынка особых опасений в этом смысле не испытывает. Тем не менее, у ПГК, безусловно, есть много преимуществ, связанных с ее происхождением — кадры, обладание информационной базой ИВЦ, возможность более гибкого планирования работы вместе с ЦФТО ОАО «РЖД», вероятность приоритетного пропуска поездов и ремонта подвижного состава и так далее. С другой стороны, целый ряд операторских компаний уже действуют на рынке много лет и отработали надежную грузовую базу, маршруты, логистические схемы и так далее. А главное, им не на кого надеяться, кроме как на самих себя, и если правила игры будут мало-мальски справедливыми, то «частник» без сомнения выживет. А вот что касается снижения рентабельности, то это объективный, закономерный рыночный процесс при развитии конкуренции и превышении предложения над спросом.

ПРИБЫЛЬНЫЕ ПЛАНЫ

По итогам 2007 года «Трансгарант» планирует увеличить чистую прибыль по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), которая составляется с 2004 года, более чем в 1.5 раза — до 515 млн руб.

Выручка прогнозируется компанией на уровне 4.44 млрд руб. (рост 7%), показатель EBITDA — около 1.4 млрд руб. (рост более чем в 1.5 раза). Рост финансовых показателей в компании, в частности, связывают с увеличением парка подвижного состава и со вхождением в группу FESCO.

Коэффициент долговой нагрузки «Трангаранта» (соотношение долг/EBITDA) по итогам 2007 года, по прогнозу компании, должен составить не более 4. «В 2008 году ожидается незначительное увеличение показателя за счет одновременного ввода большого количества вагонов, которые начнут приносить доход с некоторым опозданием. К 2009 году планируется выравнять показатель до текущего уровня», — сообщил финансовый директор «Трансгаранта» Алексей Барбариуш.

ЗАНЯТЬ ПОДЕШЕВЛЕ

Выход «Трансгаранта» на рынок облигаций, по словам Алексея Барбариуша, вызван, в частности, желанием продолжить историю публичных заимствований. Первым шагом в этом направлении для «Трансгаранта» стало привлечение синдицированного кредита осенью 2007 года. Размер кредита составил 1.15 млрд руб., ставка по трехлетнему траншу была определена как трехмесячный MOSPRIME + 2.85% годовых, по пятилетнему — трехмесячный MOSPRIME + 3.15% годовых. Следующим шагом в этом направлении станет выпуск облигационного займа под поручительство материнской компании — ОАО «ДВМП». Размещение облигаций предположительно начнется в первом квартале 2008 года. Около 70% привлеченных средств планируется направить на финансирование инвестиционной программы, остальные 30% — на рефинансирование ранее привлеченных кредитов. «Облигации — логичный инструмент для диверсификации источников финансирования, у компании серьезная инвестпрограмма, и нужно фондировать средства для нее», — добавляет господин Барбариуш. Руководство «Трансгаранта» надеется разместить облигации в коридоре доходности между ставками РЖД и ДВТГ (которая разместила свои трехлетние бонды в августе 2007 года с доходностью в 11.04% годовых), но конкретных цифр пока не называет. Между тем, опрошенные Cbonds Review аналитики инвестиционных банков полагают, что в нынешней ситуации на рынке ожидать такого оптимистичного диапазона ставки не стоит.

Анна Чепракова

Мнение

Алексей Демкин,
директор департамента исследования долговых рынков инвестиционного банка «ТРАСТ»

Российский рынок транспортно-логистических услуг — один из динамичных секторов российской экономики, который сохраняет хорошие перспективы дальнейшего роста как по мере развития экономики в целом, так и за счет бурного развития современных логистических услуг. На протяжении последних лет темпы роста грузооборота в среднем совпадали с темпами роста промышленного производства. При этом хотелось бы отметить, что будет происходить дальнейшее перераспределение объемов перевозок от РЖД к независимым перевозчикам. Независимые перевозчики сохраняют значительный потенциал для роста без прямой конкуренции с РЖД и при сосредоточении на предоставлении услуг, которые пока плохо представлены на российском рынке.

Среди основных рисков отметим замедление экономики или экономический шок, что может привести к снижению спроса на услуги, недостаток дорожной инфраструктуры, рост конкуренции, неосторожное вмешательство государства. К потенциальным рискам самой компании мы относим возможный рост долговой нагрузки из-за высоких потребностей в инвестициях.

К сильным сторонам данного займа и компании «Трансгарант» можно отнести наличие поручительства со стороны ОАО «Дальневосточное морское пароходство», наличие отчетности заемщика, составленной по международным стандартам, собственный подвижной состав, синергия в рамках транспортной группы FESCO, которая представляет собой крупнейшего национального интермодального транспортного оператора, предлагающего транспортно-логистические услуги морским, железнодорожным, автомобильным транспортом и услуги стивидорного обслуживания на собственных терминалах в крупнейших портах СНГ.

В настоящее время «Трансгарант» характеризуется умеренно высокой долговой нагрузкой: по итогам работы в первом полугодии 2007 года соотношение чистый долг/EBITDA оценивается нами на уровне 3.0x, что ниже уровня 2006 г. (4.8x). По итогам 2007 года мы ожидаем, что этот показатель будет близок к шестимесячному значению. Среди других положительных изменений первой половины 2007 года хотелось бы отметить рост показателя рентабельности по EBITDA до 34.6% (21.8% в 2006 году) и соотношения EBITDA/проценты к уплате до 2.8x (1.7x).

При оценке дебютного рублевого выпуска «Трансгаранта» мы рекомендуем взять спред выпуска еврооблигаций Новороссийского морского торгового пароходства с погашением в 2012 году к суверенной кривой и добавить его к кривой доходности ОФЗ, сделав необходимые корректировки на разницу в кредитном качестве двух компаний (в настоящее время мы считаем НМТП более сильным кредитом, чем «Трансгарант» и ДВМП), а также на то, что после распродажи на рынке еврооблигаций спреды корпоративных бумаг к суверенной кривой несколько разбалансированы.

Также мы рекомендуем инвесторам помнить, что в середине осени 2007 года компания привлекла кредит, состоящий из двух необеспеченных траншей — трехлетнего в размере 800 млн руб. под ставку трехмесячный MOSPRIME + 2.85% и пятилетнего в размере 350 млн руб., трехмесячный MOSPRIME + 3.15%.

Мнение

Евгений Воробьев,
старший аналитик
отдела анализа
рынка долговых инструментов
инвестиционного банка
«КИТ Финанс»

Отрасль железнодорожных перевозок оценивается нами позитивно: российская промышленность сейчас находится на подъеме, объемы потребляемого сырья и выпускаемой продукции растут, соответственно, увеличивается объем транспортных потоков и спрос на услуги компаний-перевозчиков. Кроме того, в настоящее время реализуется ряд федеральных программ по развитию транспортной отрасли РФ.

Основные риски бизнеса группы «Трансгарант» — это, во-первых, высокий уровень конкуренции в отрасли (на рынке железнодорожных перевозок помимо государственного ОАО «РЖД» представлено более 50 частных организаций, предоставляющих транспортные услуги), во-вторых, это зависимость эффективности бизнеса группы от решений ОАО «РДЖ» в области тарифной политики.

По данным консолидированной отчетности группы «Трансгарант» за первое полугодие 2007 года можно отметить сравнительно большой объем и долю в активах собственного капитала, высокую рентабельность как по операционной, так и по чистой прибыли. Что касается долговой нагрузки, то я считаю, что в настоящее время уровень долга достиг предельной «безопасной» величины, и дальнейшее увеличение объема заимствований может негативно повлиять на финансовую устойчивость компании.

Помимо бумаг ОАО «РЖД», на рынке обращаются два выпуска облигаций железнодорожных операторов: «ММК-Трансфинанс» — транспортной компании Магнитогорского металлургического комбината, и ОАО «Дальневосточная транспортная группа», одной из крупнейших транспортно-экспедиторских организаций России.

В качестве бенчмарка, по моему мнению, целесообразно рассматривать выпуск «Дальневосточной транспортной группы» — заем разместился не так давно, эмитенты примерно сопоставимы по финансовым показателям, в портфеле нет одного доминирующего заказчика.

По результатам 2006 года я оцениваю кредитное качество группы «Трансгарант» на уровне бенчмарка. С одной стороны, у нее выше эффективность деятельности, больше объем собственного капитала, лучше ситуация с долговой нагрузкой. С другой стороны, группа ДВТГ крупнее: в три раза больше выручка и обширнее парк вагонов в эксплуатации. Принимая во внимание также позитивный фактор принадлежности группы «Трансгарант» к холдингу «Промышленные инвесторы», и негативные — низкий интерес к первичным размещениям и не лучшее состояние вторичного рынка, — считаю, что в настоящий момент интересная для инвесторов доходность выпуска должна составить 12.5–13.0% к годовой оферте.

Мнение

Екатерина Леонова,
старший аналитик
по долговым инструментам
Альфа-Банка

Компания «Трансгарант» является дебютантом на рынке публичных заимствований. С точки зрения кредитных и бизнес-рисков компанию можно отнести к эмитентам третьего эшелона, что создаст основные сложности при размещении этого займа.

С точки зрения кредитного качества очевидна высокая долговая нагрузка, обусловленная потребностью в модернизации подвижного состава.

С точки зрения бизнес-рисков основным негативным фактором является конкуренция с монополистом российского рынка по железнодорожным перевозкам — РЖД. Постоянное соперничество с РЖД за клиентов вынуждает компанию ограничивать рост тарифов, поддерживать их на более низком уровне. Это снижает эффективность основного вида деятельности.

Проблемы внутреннего долгового рынка, нараставшие во второй половине 2007 года в результате глобального кризиса, никуда не денутся и в 2008 году. Основным последствием сложившейся ситуации является резкий рост стоимости заимствований. В сочетании со снижением аппетита инвесторов к кредитному риску это серьезно затрудняет размещение бумаг компаний третьего эшелона. В последнем квартале 2007 года многие эмитенты этой группы (как и компании с более высоким кредитным качеством) были вынуждены повышать ставки купонов на 200–300 б.п., чтобы избежать предъявления к выкупу по оферте всего объема займа. Тем не менее, к выкупу предъявлялись значительные объемы. При минимальном улучшении рыночной конъюнктуры эти выпуски будут возвращаться эмитентами на рынок. Таким образом, эти бумаги составят реальную конкуренцию новым эмитентам, которые должны быть готовы платить дополнительную премию за первичное размещение и за блокирование средств до начала вторичных торгов.

Однако уже к концу 2007 года наблюдалось постепенное улучшение ситуации с рублевой ликвидностью, что являлось одним из основных факторов продаж на рынке. При достаточном объеме свободных ресурсов можно ожидать рост интереса инвесторов к высокодоходным вложениям. В этих условиях успешность размещения будет зависеть от позиции эмитента — его готовности работать в условиях высоких процентных ставок.