

# Инвестиции в железные дороги США

На железные дороги США в последнее время пришло много крупных инвесторов. Однако остаются сомнения, насколько основательным было их решение и каковы были его причины: намерение быстро получить прибыль или реальная заинтересованность в развитии отрасли? Как те или иные шаги инвесторов повлияют на железные дороги, их персонал и клиентуру, покажет практика.

## Общая ситуация

Для ответа на эти вопросы и в целях анализа ситуации за первое полугодие 2007 г. журнал *Railway Age* обратился за помощью к двум вполне компетентным экспертам, которые осветили нынешнюю ситуацию с инвестированием в железнодорожный транспорт США и указали на некоторые риски.

Почему железные дороги стали так привлекательны для инвесторов, несмотря на то что общий объем перевозок в последнее время несколько уменьшился? Издание *Wall Street Transcript* в июне 2007 г. пролило на этот вопрос некоторый свет, опубликовав отчет по перевозкам и логистике и оценив перспективы как вполне благоприятные. По мнению *Transcript*, в первой половине 2007 г. транспортная отрасль в целом, особенно воздушный и железнодорожный транспорт, сработала неплохо. И это в условиях, когда темпы экономического развития страны в целом замедлились, а в отдельных бизнес-секторах показатели снижения были еще более значительными, что, в свою очередь, отрицательно повлияло на объем грузовых перевозок. Однако наметилось некоторое улучшение, и перспективы на вторую половину года выглядели значительно благоприятнее.

Самой простой и ясной причиной заинтересованности финансовых кругов в железнодорожном

транспорте может быть тарифная политика. Несмотря на снижение в первой половине 2007 г. объемов перевозок на 4%, доходы и прибыль железных дорог возросли, поскольку им удалось обеспечить необходимый для этого рост тарифов — от умеренного до высокого (в зависимости от вида груза и характера транспортного обслуживания). Это стало результатом не только облегчения условий конкуренции с компаниями — перевозчиками автомобильного транспорта, у которых имелись свои серьезные проблемы, но и постоянного повышения качества предоставляемых клиентам услуг.

Фундаментальные долгосрочные прогнозы о состоянии отрасли, содержащиеся в недавно опубликованном докладе инвестиционной корпорации *Bear Stearns*, связаны с тем, что железные дороги увеличили свою долю на рынке за счет автомобильного транспорта и, вероятнее всего, будут продолжать делать это в течение длительного времени, чему содействуют оффшорное производство, повышение уровня обслуживания, относительно высокая эффективность использования топлива и заторы на автомобильных дорогах. Учитывая сочетание этих факторов с более совершенной тарифной политикой, а также большие возможности улучшения использования технических средств железных дорог, последние

вполне могут, даже несмотря на состояние экономики страны, обеспечить в течение нескольких ближайших лет двузначный (в процентных пунктах) рост своих доходов и ликвидности.

Статистические данные по железным дорогам первого класса, представленные на нескольких инвестиционных конференциях, состоявшихся в мае и июне 2007 г., подтверждают это. Согласно сведениям железной дороги *Norfolk Southern (NS)*, средняя прибыль на акцию крупных железнодорожных компаний за период с 31 декабря 2001 г. по 31 мая 2007 г. возросла заметно больше, чем средняя прибыль на акцию 500 компаний разных отраслей экономики, включенных в рейтинг агентства *Standard and Poors (S&P 500)*. Несмотря на то что финансовые результаты хозяйственной деятельности *NS* и *Burlington Northern Santa Fe (BNSF)* лучше, чем у *Union Pacific (UP)* и *CSX Transportation (CSXT)*, тем не менее в целом вся эта «большая четверка» железных дорог занимает лидирующие позиции в рейтинге *S&P 500* по данному показателю.

Долго ли продлятся хорошие времена, по крайней мере, в обозримом будущем? Хотя некоторые аналитики считают, что о долгосрочной стабильности железнодорожной тарифной политики говорить еще рано, они признают, что отрасль продолжает пользоваться выгодами от частичного дерегулирования отношений железных дорог с клиентурой, предписанного принятым по инициативе конгрессмена *Х. Стэггерса (H. Staggers)* законом о реформировании железнодорожного транспорта, и что рост стоимости так называемых гарантированных контрактов будет продолжаться в течение по меньшей мере ближайших 5 лет. На этой основе, например, железная дорога *UP* рассматривала следующие возможности проведения тарифной политики, обусловленные законом и улуч-

пением условий контрактов: после пересмотра 68% тарифов в период 2004–2006 гг. в 2007 г. можно было ожидать их дальнейшего роста на 2–3%, в 2008 г. — на 6%, в 2009 г. — на 3%, в 2010 г. — на 4% и в 2011 г. — на 6%. За пределами этого срока, как полагают, тарифная ситуация будет улучшаться или ухудшаться, следуя общеэкономической ситуации аналогично ценам на грузовые автомобильные перевозки и общим доходам провайдеров транспортных услуг, осуществляющих в больших объемах транспортировку товарно-материальных ценностей. Некоторые из аналитиков считают, что рост объемов перевозок как таковой не является самым существенным фактором стабильного роста доходов.

Если частный капитал и страховые фонды могут иногда проявлять некоторую консервативность и непоследовательность в инвестировании, то инвесторы, желающие быстрого возврата вложенного капитала, представляют опасность с точки зрения возврата к регулированию деятельности железных дорог со стороны нового Конгресса США, который после возможного прихода к власти в 2009 г. демократической администрации будет еще более популистским, чем предшествующий. Один из аналитиков компании BB&T Capital Market, которого привлекали к подготовке издания Wall Street Transcript, посоветовал обратить внимание на законодательное предложение, выдвинутое с целью ликвидации антитрестовского статуса железных дорог и пересмотра законодательства по железнодорожной отрасли, особенно в отношении установления тарифов для отдельных клиентов. Он, как и многие другие, считает, что, по-видимому, именно законодательству следует уделять наибольшее внимание, поскольку железные дороги пока не в состоянии возвращать инвестированные в них средства.

### Изменение облика железнодорожного инвестора

Много лет назад типичный железнодорожный инвестор мог слышать об отрасли весьма занимательные истории, но при этом реально получать дивиденды по акциям в размере порядка 4–5%. Поэтому стереотипом инвестора был человек весьма консервативных взглядов на степень риска, искавший стабильный доход, а железные дороги такую стабильность обеспечивали. Переместившись в настоящее время, можно видеть отрасль, трансформированную новой тарифной политикой, с избирательным ростом своей технической базы и определенно более высоким уровнем обслуживания. Дивиденды упали до 1,0–1,5%, поскольку вместо того, чтобы выплачивать высокие дивиденды, следуя за быстрым ростом стоимости акций, железнодорожные компании предпочли направлять свободные средства на более интенсивный выкуп акций, и все это на основе голосования акционеров, выражавших доверие руководителям, уверенным в высокой изначальной ценности своих компаний. Руководители железнодорожных компаний, однако, оказались неодинокими в том, что покупка их акций — это хорошее размещение капитала. В последнее время появилось много новых акционеров, и это способствовало прогрессу отрасли.

Железные дороги привлекают внимание многих участников инвестиционного рынка, и в течение трех из последних четырех лет этот сектор обгонял другие, показывая рост 163% в абсолютном выражении. В то же время внимание к нему обострилось только в самое последнее время, после того как известный крупный инвестор У. Баффет (W. Baffett) объявил, что его фонд Berkshire Hathaway, базирующийся в г. Омаха (штат Небраска), приобрел 10,9% акций BNSF, 4% акций UP и чуть меньше 2% акций NS.

Хотя может показаться, что Баффет несколько запоздал и мог бы решиться на эти приобретения еще 3 года назад, все же интерес влиятельного фонда к железнодорожному транспорту соответствует его проверенной временем политике. Железные дороги являются отраслью, доступ в которую весьма ограничен, и характеризуются наличием естественных преимуществ с точки зрения затрат, связанных с топливом (следует напомнить, что топливо на железнодорожном транспорте используется, как правило, в 3 раза эффективнее, чем на грузовом автомобильном транспорте). В течение последних нескольких лет железнодорожная отрасль смогла выправить свой тарифный механизм после нескольких десятилетий ухудшения ситуации. Кроме того, здесь была четко продемонстрирована перспектива серьезных изменений, поскольку проявились окупаемость вложений и устойчивость доходов. Учитывая это, интерес такого известного и весьма авторитетного инвестора, как Баффет, привел к тому, что за ним последовала целая группа других инвесторов.

Это относится не только к железным дорогам первого класса, но и к малым и региональным железным дорогам. В этот бизнес-сектор пришла, например, частная акционерная компания Fortress Investments, которая приобрела две железнодорожные компании: в ноябре 2006 г. — Rail America, а затем, в марте 2007 г., — Florida East Coast. В отличие от интересов так называемых активистских акционеров, иногда смешивающих бизнес с политикой, интересы независимых частных компаний-инвесторов сосредоточены (и многие полагают, что будут сосредоточены и в дальнейшем) именно на более чем 500 железных дорогах, по которым осуществляются перевозки на короткие расстояния. В этом секторе ожидается дальнейший рост числа

сделок с разным уровнем прибыльности.

Интерес к железнодорожной сфере проявляют не только большие и малые частные акционерные компании. Упомянутые выше активистские акционеры также приняли наконец участие в формировании капитала нескольких железнодорожных компаний и в конце 2006 — начале 2007 г. приступили к комплектованию в отрасли собственного акционерного капитала с целью выравнивания положения акционеров и оказания давления на руководство компаний на предмет дальнейшего раскрытия их истинной ценности, более интенсивной перекупки акций, выделения активов или кардинального изменения структуры капитала или управления компаниями.

Эти люди стараются проявлять как можно больше активности. Так, на конференции инвесторов в мае 2007 г. представитель фонда Children's Investment (TCI) настойчиво пытался включить в повестку дня вопрос об управлении компанией CSXT. Один из аналитиков TCI высказывался в том смысле, что, по мнению фонда, CSXT должна, во-первых, в течение ближайших 10 лет продолжать действовать в направлении ежегодного повышения тарифов в среднем на 7%, во-вторых, каждый год увеличивать маржу на 100 базисных пунктов и, в-третьих, каждый год выкупать 20% нереализованных акций. Фонд не соглашался с тем, что повышение тарифов в размере 7% невозможно обеспечить в условиях, когда тарифы на перевозки грузовыми автомобилями в 5 раз ниже, и полагал, что выкуп акций можно профинансировать за счет увеличения обязательств компании до величины, в 5 раз превышающей показатель EBITDA (доход до выплаты процентов, налогов и амортизации), и что для CSXT не имеет смысла сохранять нынешний инвестиционный уровень.

Не отрицая многих утверждений TCI, другие эксперты не соглашались с предлагаемыми темпами и величинами. Хотя, скорее всего, в период действия подписанных до 2003 г. гарантированных контрактов ежегодный рост тарифов CSXT и будет составлять порядка 6–7%, но обеспечение таких темпов роста тарифов в течение длительного времени нереально. Выполняющая функции регулятора Администрация наземного транспорта США (STB), которая продолжает получать жалобы на резкое повышение тарифов, сообщила недавно, что она рассматривает возможность облегчения процедуры подачи компаниями-грузоотправителями тарифных исков к железнодорожным компаниям, а это означает возврат к регулированию. Кроме того, при ежегодном росте тарифов на 7% грузоотправители со временем перейдут на использование других видов транспорта — перспектива, которую железные дороги меньше всего хотели бы видеть.

Наконец, есть мнение, что железнодорожным компаниям не стоит увеличивать соотношение между собственными и заемными средствами и терять тем самым свою инвестиционную привлекательность, поскольку в течение всей истории своего существования им постоянно приходится обращаться на заемный рынок для покрытия высоких потребностей в капитальных вложениях. Для отраслей, с относительно циклическим характером развития, таких, как железнодорожная, важно иметь легкий доступ к кредитам, что дает им возможность сохранять гибкость в финансировании объектов, необходимых для улучшения функционирования отрасли, и в приспособлении к быстро меняющимся требованиям логистических цепочек поставок и перевозок. Так, руководство NS выражало сожаление по поводу того, что напряженность бюджета после завершения сделки с бывшей железнодорож-

ной компанией Conrail не позволила компании профинансировать несколько важных для ее развития проектов и из-за этого она упустила ряд крупных контрактов.

Независимо от того, какого результата добьется упомянутая группа активистских акционеров, их голос будет услышан. Это может и не принести вреда железным дорогам, если их руководство не будет тратить на борьбу с этими активистами слишком много времени. В то же время деятельность активистов может привести к положительным изменениям. Можно сказать, что на сегодняшний день их присутствие подвигло некоторые компании ускорить выкуп своих акций, а другие стали открыто обсуждать целесообразность дополнительного увеличения соотношения между вложениями в ценные бумаги и доходом (хотя при этом ни одна из них не заявляла о том, что допускает падение своей инвестиционной привлекательности), чтобы улучшить положение акционеров. Как бы ни реагировали железные дороги на этих активистов, очевидно, что они стали и останутся силой, с которой инвестиционному сообществу придется считаться.

### Железные дороги и грузоотправители

В июне 2007 г. ежегодная встреча североамериканских грузоотправителей (NARS) в Вашингтоне была совмещена с ежегодным форумом железнодорожной клиентуры, спонсируемым Ассоциацией американских железных дорог (AAR). И то, о чем там не говорилось, было более важным, чем то, что говорилось.

Обстановка на встрече была довольно мирной. Грузоотправители, возможно, устали или просто восприняли реальность — необходимо платить по повышенным тарифам. Конечно, если они будут платить больше, то потребуют более

высокого уровня обслуживания, и при этом некоторые из них были готовы признать, что качество предоставляемых услуг действительно повысилось. В то же время большинство участников понимало, что существуют определенные обстоятельства, о которых, однако, никто открыто не говорил. Очевидно, здесь имеются в виду вновь возникшие страховые фонды и частный капитал, а также потенциальная опасность, которую они представляют для традиционной независимости железных дорог и их процветания. Появление этих новых инвесторов сделало для объединения грузоотправителей и перевозчиков больше, чем все предыдущие их усилия. Иначе говоря, страх — неплохой побудитель.

Благодаря своему несомненно-му прогрессу железные дороги были наконец открыты финансовым сообществом, которое постоянно ищет новые пути увеличения своих капиталов. И присутствие на встрече NARS представителей ряда инвестиционных групп стало свидетельством того, что, по-видимому, Уолл-стрит инстинктивно почувствовал появление нового неиссякаемого источника. В то же время они пришли ознакомиться с тем, что действительно происходит в сфере перевозок, а не сосредоточивались только на цифрах.

Если руководители железнодорожных компаний могут быть удовлетворены выявившимся ростом котировки их акций, то в отношении внимания со стороны активистских инвесторов они испытывают смешанные чувства. С одной стороны, железные дороги хорошо платят своим менеджерам, и у них нет желания иметь дело с группой незна-

комых даже с азами отрасли финансовых систем, которые пытаются проникнуть в нее и изменить существующий порядок управления. С другой стороны, при более высокой степени капитализации железным дорогам будет легче осуществлять необходимые инвестиции.

Мнения грузоотправителей, как обычно, разделились. Когда на недавней конференции глава фонда TCI рекомендовал железным дорогам ежегодно в течение 10 лет увеличивать тарифы на 7%, что означает удвоение тарифов по сравнению с действующими в настоящее время, он сумел напугать и грузоотправителей, и перевозчиков. Столь агрессивная тарифная политика, по мнению более здравомыслящих представителей обеих сторон, очень быстро привела бы к пересмотру законодательства в направлении регулирования. На встрече NARS представитель AAR попросил, чтобы вопросы собравшимся в зале руководителям железных дорог задавали только грузоотправители. Однако представитель TCI спросил, собирается ли STB пересматривать стандарты, в соответствии с которыми эта администрация определяет, оправдывают ли компании-перевозчики свои капитальные затраты и, следовательно, адекватны ли их доходы. В ответ было сказано, что этот вопрос на повестке дня не стоит.

Возврат к регулированию может на короткое время обрадовать клиентов, чувствительных к тарифам и считающих себя поневоле привязанными к железным дорогам. Это придаст им новые силы в борьбе против повышения тарифов. В то же время клиенты, для которых важно качество обслужива-

ния, считают, что возврат к регулированию, перечеркнув все надежды на усовершенствования, за которые они готовы платить, не предотвратит роста тарифов для всех грузоотправителей, особенно если в условиях ограниченных возможностей перевозчики сохранят соотношение между собственным и заемным капиталом.

Лишь немногие из независимых обозревателей считают, что конгресс намерен помешать истинному возрождению железнодорожного транспорта, и проходившая дискуссия рассматривается как обычная для Вашингтона церемониальная процедура, к которой прибегают, когда поднимаются весьма противоречивые вопросы. Опасаются лишь того, что законодательный акт, который нанесет ущерб железным дорогам, может быть принят просто в результате чьего-либо просчета.

На встрече NARS высшие руководители железнодорожных компаний дали ясно понять, что любые законодательные акты, не основанные стоимостными расчетами, ударят по доходам, которые лишь недавно стали вполне удовлетворительными и достаточными для новых инвестиций, и приведут к уменьшению капитальных вложений в развитие железных дорог, особенно направленных на увеличение их провозной способности. Неспособность осуществлять вложения, необходимые для удовлетворения растущих потребностей в перевозках, приведет к транспортным осложнениям и к снижению качества обслуживания, что плохо и для грузоотправителей, и для железных дорог.

---

*Railway Age*, 2007, № 7, p. 18–22.