ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 14

ТРАНСПОРТ И ЛОГИСТИКА
порты, авиация, железная дорога, перевозки

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Транспорт и логистика: порты, авиация, железная дорога, перевозки

«Автор»
2026

Гурьев В.

Транспорт и логистика: порты, авиация, железная дорога, перевозки / В. Гурьев — «Автор», 2026

Порты, железные дороги, авиакомпании и логистические операторы связывают экономику воедино, перемещая товары и людей. Эта книга показывает, как зарабатывают транспортные компании и почему отрасль одновременно перспективна и опасна для инвестора. Вы узнаете, как устроено тарифное регулирование на железной дороге и в портах, как разворот грузопотоков на восток изменил экономику сектора и кто от этого выиграл. Мы разберём проблемы обновления парка, зависимость от лизинга и долговую нагрузку перевозчиков. Вы научитесь оценивать транспортные компании с учётом цикличности и государственного влияния и отличать инфраструктурных лидеров от тех, кто едва сводит концы с концами.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Отрасль, которая везёт экономику 6
Глава 2. Тонны, километры и пассажиры 14
Глава 3. Железная дорога как естественная монополия 22
Глава 4. Тариф как цена за километр 30
Глава 5. Вагон как бизнес 38
Конец ознакомительного фрагмента. 45

Виталий Гурьев
Транспорт и логистика: порты, авиация, железная дорога, перевозки

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Отрасль, которая везёт экономику

В половине седьмого утра Игорь Валентинович уже сидит в диспетчерской распределительного центра на окраине Екатеринбурга. Ему сорок шесть лет, и последние двенадцать из них он руководит транспортным отделом у крупного дистрибьютора бытовой техники. На большом мониторе перед ним светится карта, на которой движутся точки: фуры идут в Тюмень и Челябинск, два контейнера с холодильниками стоят на станции в Забайкалье и ждут перестановки на российскую колею, ещё один вагон с кондиционерами застрял где-то под Омском. Игорь знает про каждую точку на этой карте больше, чем водители и машинисты, которые её двигают. Он помнит, сколько стоил вагон пять лет назад, и знает, почему сейчас его приходится заказывать за три недели.

В тот же час его племянница Алина сидит в зале вылета казанского аэропорта с ноутбуком на коленях. Ей двадцать семь лет, она работает менеджером по корпоративным поездкам в туристическом агентстве и летает так часто, что узнаёт бортпроводников по лицам. Утром у неё рейс в Москву, вечером обратно, а между ними три встречи с клиентами, которые хотят отправить сотрудников на конференцию в Новосибирск. На брокерском счёте у Алины около трёхсот тысяч рублей, и почти все они лежат в фонде денежного рынка. Ей давно хочется вложиться во что-то понятное, и авиация кажется ей самой понятной отраслью на свете.

Вечером они созваниваются, потому что Алина наконец решилась задать дяде вопрос, который мучил её несколько недель. Она видит полные самолёты, очереди на регистрацию и билеты, которые дорожают с каждым месяцем, и не понимает, почему акции авиакомпаний при этом не растут. Игорь, со своей стороны, видит, что стоимость перевозки его грузов за несколько лет выросла почти вдвое, и задаётся похожим вопросом: если всем приходится платить перевозчикам больше, почему он сам ни разу не подумал купить их бумаги. У него на брокерском счёте около полутора миллионов рублей, но транспортных компаний там нет вовсе.

Возможно, вы узнаёте себя в одном из них. Кто-то из читателей каждый день сталкивается с транспортом по работе: отправляет грузы, заказывает машины, ждёт поставок и ругает сроки. Кто-то просто много ездит и летает, видит отрасль глазами пассажира и чувствует её через цену билетов и задержки рейсов. Эта книга для обоих типов читателей. Мы пройдём путь от железнодорожного полотна до терминала аэропорта и на каждом шаге будем задавать один вопрос: где здесь деньги и какая их часть может достаться инвестору.

Начнём с того, что мы вообще называем транспортом и логистикой. Транспорт — это перемещение грузов и людей из одной точки в другую с помощью дорог, путей, судов и самолётов. Логистика — более широкое понятие, которое включает планирование этого перемещения, хранение товаров на складах, их сортировку, упаковку и учёт. Если транспорт отвечает на вопрос «как доставить», то логистика отвечает на вопросы «когда», «каким путём», «сколько это будет стоить» и «где товар пролежит до того, как понадобится покупателю».

Есть и третий слой, о котором новички часто забывают: перемещение информации. Каждый вагон, контейнер и коробка сопровождаются документами, накладными, таможенными декларациями и статусами в электронных системах. Когда Игорь смотрит на точки на своей карте, он видит не сами грузы, а информацию о них, и от её точности зависит, придёт ли холодильник в магазин вовремя. В современной логистике умение быстро и точно передать данные о грузе иногда ценится не меньше, чем сама возможность его перевезти.

Удобно представить себе всю отрасль как огромную систему кровообращения. Дороги, рельсы, морские пути и воздушные коридоры — это сосуды, по которым течёт кровь экономики. Порты, вокзалы, аэропорты и склады — это сердце и узлы, где поток собирается, перераспределяется и меняет направление. Сами перевозчики, их вагоны, суда, фуры и самолёты

— это клетки крови, которые переносят полезный груз. Когда в одном месте возникает тромб, страдает весь организм, и это сравнение мы будем вспоминать на протяжении всей книги.

Из этой аналогии вытекает первое и самое важное различие, которое нужно усвоить инвестору. В транспорте есть владельцы инфраструктуры и есть владельцы подвижного состава. Первые владеют дорогами, путями, причалами, взлётно-посадочными полосами и терминалами. Вторые владеют тем, что по этим дорогам движется: вагонами, локомотивами, судами, самолётами, грузовиками. Экономика этих двух групп устроена совершенно по-разному.

Владелец инфраструктуры обычно вкладывает огромные деньги один раз и потом десятилетиями получает плату за проезд или за обработку груза. Построить вторую железную дорогу рядом с первой или второй морской порт в той же бухте почти невозможно, поэтому у таких компаний мало конкурентов и много регулирования со стороны государства. Их выручка меняется медленно, а прибыль во многом зависит от решений чиновников, которые устанавливают тарифы. Если говорить бытовым языком, владелец инфраструктуры похож на хозяина платного моста через широкую реку, у которого нет соседей с другими мостами.

Владелец подвижного состава живёт в совсем другом мире. Вагон можно перегнать с одной дороги на другую, самолёт можно поставить на новый маршрут, судно можно отправить в другой океан. Конкурентов у такой компании много, цены на её услуги складываются на рынке и могут за год вырасти вдвое или упасть вдвое. Владелец колёс больше похож на таксиста, который сам решает, куда ехать, но и сам отвечает за пустые часы без пассажиров. Его прибыль колеблется сильнее, зато и возможности заработать в удачный год у него выше.

Между этими двумя полюсами располагаются компании смешанного типа. Стивидор владеет терминалом в порту, но конкурирует с соседними терминалами за грузы. Логистический оператор владеет складами, но арендует часть машин у других компаний. Авиакомпания не владеет аэропортами и чаще всего даже не владеет самолётами, но продаёт пассажиру услугу целиком. Когда мы будем разбирать каждую конкретную компанию, первым делом мы будем выяснять, где она находится на этой шкале между мостом и такси.

Второе свойство транспорта, которое важно понять с самого начала, — его производный характер. Транспорт сам по себе ничего не производит, он перемещает то, что произвели другие отрасли. Если металлурги сокращают выпуск стали, вагоны с рудой и углём начинают простаивать. Если люди теряют работу и экономят на отпуске, самолёты летают полупустыми. Экономисты говорят, что спрос на транспорт — производный спрос, то есть он возникает не сам по себе, а как следствие спроса на другие товары и услуги.

Отсюда следует простое правило, которое часто ускользает от новичков. Транспортная компания почти никогда не может расти быстрее экономики долго и устойчиво, если она не отбирает долю у конкурентов или не находит новые грузы. В годы подъёма промышленности и торговли грузовые перевозки растут, порты загружаются, ставки на вагоны поднимаются. В годы спада всё происходит в обратном порядке, причём падение нередко оказывается более резким, чем падение самой экономики, потому что предприятия первым делом сокращают запасы и перестают их перевозить.

Этот эффект хорошо знаком Игорю по собственной работе. Когда продажи бытовой техники в магазинах начинают снижаться, его компания сначала распродаёт то, что уже лежит на складах, и только потом снова заказывает товар у производителей. В результате на несколько месяцев поток грузов падает гораздо сильнее, чем продажи в магазинах. Когда спрос восстанавливается, всё повторяется в обратную сторону: склады пусты, и заказы перевозчикам растут быстрее, чем покупки. Экономисты называют это эффектом хлыста, а транспортники просто чувствуют его на своих доходах.

Теперь посмотрим, какие виды транспорта существуют и какую роль каждый из них играет в стране. Обычно выделяют железнодорожный, автомобильный, морской, внутренний водный и воздушный транспорт, а отдельной строкой в статистике идёт трубопроводный. В

России огромные расстояния и тяжёлые сырьевые грузы, поэтому структура перевозок сильно отличается от европейской. По данным Росстата, если считать в тонно-километрах, то есть с учётом расстояния, железная дорога и трубопроводы вместе дают подавляющую часть всего грузооборота страны, а на долю автомобилей, судов и самолётов приходится сравнительно небольшая часть.

Если убрать из расчёта трубопроводы, которые перекачивают нефть и газ и подробно разобраны в книге о нефтегазовых компаниях, картина становится ещё нагляднее. Железная дорога в этом случае перевозит больше четырёх пятых всего грузооборота. Для сравнения, в Соединённых Штатах заметная доля грузов идёт по автомобильным дорогам, а в Европе грузовики и вовсе доминируют. Россия остаётся страной рельсов, и это определяет, какие компании в нашей отрасли самые крупные и какие решения государства для инвестора самые важные.

Автомобильный транспорт в тоннах выглядит внушительно, потому что грузовики перевозят огромное количество песка, щебня, продуктов и стройматериалов. Однако возят они в основном на короткие расстояния, и в тонно-километрах их доля невелика. Морской транспорт важен прежде всего для внешней торговли: через порты проходят нефть, уголь, удобрения, зерно и контейнеры с импортными товарами. Внутренний водный транспорт, то есть речные суда, работает сезонно и возит главным образом строительные грузы и сырьё по крупным рекам.

Воздушный транспорт в грузовых перевозках занимает совсем скромное место, если мерить тоннами. Самолёты возят дорогие и срочные грузы: электронику, запчасти, лекарства, почту, свежие продукты для ресторанов. Однако стоимость перевозки одной тонны по воздуху в десятки раз выше, чем по железной дороге, поэтому уголь или зерно на самолёте не возит никто. Для инвестора грузовая авиация обычно остаётся дополнительным источником дохода у пассажирских авиакомпаний, а не отдельной большой отраслью.

С пассажирскими перевозками картина совсем иная. Большинство поездок люди совершают на короткие расстояния, на автобусах, электричках, метро и личных автомобилях. Однако если считать в пассажиро-километрах, то есть с учётом дальности поездки, на первые места выходят авиация и железная дорога дальнего следования. Человек, который один раз слетал из Москвы во Владивосток, наработал столько же пассажиро-километров, сколько сотни поездок на работу на электричке. Именно поэтому авиакомпании так много значат в пассажирской статистике, хотя людей они перевозят меньше, чем пригородные поезда.

Пора развеять первый миф, с которым приходят к нам новички. Он звучит так: люди и грузы будут перемещаться всегда, значит, транспорт — надёжная отрасль, почти как коммунальные услуги. В этой мысли есть доля правды, ведь полностью остановить перевозки не может никакой кризис. Однако между словами «всегда будет нужен» и «всегда будет приносить прибыль» лежит пропасть. Вода в кране тоже нужна всегда, но это не делает каждую водоканальную компанию хорошей инвестицией.

Проблема в том, что у транспорта очень высокие постоянные затраты. Самолёт стоит дорого независимо от того, сколько в нём пассажиров, а вагон нужно ремонтировать и страховать, даже если он простаивает на запасном пути. Порт должен содержать причалы и краны, даже если судов в этом месяце пришло вдвое меньше. Когда выручка падает на десять процентов, прибыль может упасть на тридцать или пятьдесят, а иногда и вовсе превратиться в убыток. Мы подробно разберём этот эффект, который называют операционным рычагом, когда дойдём до экономики вагонного оператора в шестой главе.

К этому добавляются внешние удары, которые не зависят от самой компании. Пандемия 2020 года за несколько недель обрушила пассажирские авиаперевозки во всём мире. Перестройка внешней торговли после 2022 года заставила одни порты простаивать, а другие работать на пределе. Цена топлива может за год вырасти в полтора раза и съесть всю прибыль пере-

возчика. Транспорт надёжен в том смысле, что он никуда не исчезнет, но не в том смысле, что каждая транспортная компания будет стабильно зарабатывать.

Чем же транспорт похож на коммунальный сектор? Прежде всего тем, что инфраструктурные компании работают в условиях естественной монополии и регулирования. Тарифы на перевозку по железной дороге, сборы в портах и аэропортах во многом устанавливаются или контролируются государством. Как и у энергетиков, у владельцев инфраструктуры длинные инвестиционные циклы, огромные капитальные вложения и предсказуемая, хотя и ограниченная, доходность. Инвестор в такие компании получает стабильность ценой того, что его прибыль во многом зависит от решений регулятора.

Чем транспорт похож на сырьевой сектор? Тем, что значительная часть грузов — это уголь, руда, металлы, нефть, удобрения и зерно, цены на которые колеблются на мировых рынках. Когда уголь дешевеет и угольщики сокращают экспорт, порты и вагонные операторы теряют грузы. Когда металлурги переживают бум, вагоны идут нарасхват. Владельцы подвижного состава и порты, работающие с сырьём, по сути, получают долю в чужом сырьевом цикле, только с задержкой и с меньшей амплитудой.

Есть у транспорта и черты потребительского сектора. Авиакомпании, пассажирские перевозчики, службы доставки посылок и компании такси работают с конечным потребителем. Их выручка зависит от того, сколько денег у людей остаётся после обязательных расходов и готовы ли они тратить их на поездки и покупки в интернете. Так получается, что одна отрасль объединяет в себе черты трёх разных секторов экономики, и это главная причина, почему её нельзя оценивать одной меркой.

Чтобы разговор не оставался абстрактным, в этой книге мы будем постоянно возвращаться к четырём условным компаниям. Они не существуют в реальности, но их цифры построены так, чтобы отражать типичную экономику каждого вида бизнеса. На них мы будем считать доходы, затраты, долги и дивиденды, а вы сможете проверить каждый расчёт. Цифры этих компаний будут одинаковыми во всех главах, поэтому их удобно запомнить с самого начала.

Первая компания — «Ветлужская вагонная компания», оператор железнодорожного подвижного состава. У неё сорок тысяч вагонов, из которых тридцать тысяч полувагонов для угля, руды и металла, восемь тысяч цистерн для нефтепродуктов и химии и две тысячи прочих вагонов. Её скорректированная выручка, о смысле которой мы поговорим в шестой главе, составляет двадцать шесть миллиардов рублей в год, то есть шестьсот пятьдесят тысяч рублей на каждый вагон. Операционная прибыль до амортизации, которую аналитики называют EBITDA, равна восемнадцати миллиардам рублей.

Вторая компания — «Беломысский морской торговый порт», стивидор на Балтике. Его терминалы способны перевалить пятьдесят миллионов тонн грузов в год, а фактически перевалывают сорок миллионов: нефтепродукты, уголь, удобрения и контейнеры. Средняя ставка за перевалку одной тонны составляет около шести долларов, и при условном курсе девяносто рублей за доллар выручка порта достигает двадцати одного миллиарда шестисот миллионов рублей. EBITDA порта — четырнадцать миллиардов рублей, то есть около шестидесяти пяти процентов от выручки.

Третья компания — «Сурские авиалинии», авиаперевозчик с парком из шестидесяти узкофюзеляжных самолётов. За год она перевозит десять миллионов пассажиров и получает около ста сорока миллиардов рублей выручки. Её операционная прибыль при этом составляет всего семь с половиной миллиардов рублей, около пяти процентов от выручки. Уже из сравнения этих цифр с портом видно, насколько разной бывает экономика внутри одной отрасли: порт с выручкой в шесть раз меньше зарабатывает почти вдвое больше авиакомпании.

Четвёртая компания — «Исетская логистика», логистический оператор из Екатеринбурга, с которым Игорь давно работает как клиент. У неё шестьсот тысяч квадратных метров

складов и полторы тысячи грузовиков, выручка составляет сорок пять миллиардов рублей, а EBITDA — пять миллиардов четыреста миллионов, около двенадцати процентов. Эта компания представляет мир складов, фур и последней мили, где конкуренция жёсткая, а маржа тонкая. Через неё мы будем смотреть на отрасль, которая ближе всего к обычному покупателю.

Обратите внимание, что я не назвал ни одной реальной компании. Это сделано сознательно: цифры живых эмитентов меняются каждый квартал, и любые конкретные данные устареют раньше, чем вы дочитаете книгу. Наша задача — научиться понимать, как устроена экономика каждого вида транспортного бизнеса, чтобы потом самостоятельно применять эти знания к любой компании из биржевого списка. Когда вы откроете отчёт настоящего оператора или порта, вы будете знать, где искать главные цифры и как их интерпретировать.

Что же инвестор находит на Московской бирже в транспортном секторе? Выбор скромнее, чем хотелось бы, но он есть. Там торгуются акции национального авиаперевозчика и нескольких его меньших конкурентов, акции крупных стивидорных групп, работающих в портах разных бассейнов, бумаги вагонных операторов и морского перевозчика с танкерным флотом. Есть компании, связанные с контейнерными перевозками и логистикой, а также несколько эмитентов из сферы такси, каршеринга и доставки.

Гораздо богаче на бирже выбор облигаций транспортных эмитентов. Государственная железнодорожная компания — один из крупнейших заёмщиков на внутреннем долговом рынке, и её облигации разных выпусков торгуются постоянно. Облигации выпускают вагонные операторы, лизинговые компании, специализирующиеся на транспорте, логистические операторы, порты и авиакомпании. Для консервативного инвестора транспортный сектор часто открывается именно через облигации, и мы подробно поговорим о них в восемнадцатой главе.

Теперь о том, чего на бирже нет, и этот список не менее важен. Нет акций самой железнодорожной монополии, которая целиком принадлежит государству, и почти нет публичных аэропортов, хотя аэропортовый бизнес в мире считается одним из самых привлекательных в транспорте. Нет акций большинства крупных автомобильных перевозчиков, которые остаются частными компаниями. Нет и многих инфраструктурных объектов, которые строятся на деньги государства и госкорпораций. Инвестор видит только часть отрасли, и важно понимать, что публичные компании не всегда представляют её целиком.

Есть ещё одна особенность, которая часто удивляет новичков. Многие крупные транспортные компании раньше были зарегистрированы за рубежом и торговались на иностранных биржах в форме депозитарных расписок. После 2022 года часть из них прошла через смену юрисдикции, переехала в специальные административные районы в России и восстановила выплаты российским акционерам. Этот процесс шёл долго и болезненно, и некоторые инвесторы годами не получали дивидендов. Подробно об одной такой истории мы поговорим в шестой главе на примере вагонного оператора.

Давайте посмотрим, кто обычно приходит в транспортные бумаги, и попробуем узнать себя в этих портретах. Первый тип инвестора — энтузиаст, который любит самолёты, поезда или корабли и покупает акции, руководствуясь чувствами. Он помнит, как в детстве смотрел на взлетающие лайнеры, и ему приятно владеть частичкой этого мира. Такой инвестор часто переоценивает компанию, потому что путает красоту продукта с качеством бизнеса.

Второй тип — охотник за дивидендами, которого привлекает высокая доходность портов и вагонных операторов в удачные годы. Он смотрит на дивидендную доходность прошлого года и рассчитывает, что так будет всегда. Такой инвестор рискует купить бумагу на пике цикла, когда ставки на вагоны максимальны, а затем наблюдать, как дивиденды сокращаются вдвое. Для него особенно важно понять, где в транспорте стабильный денежный поток, а где временная удача.

Третий тип — профессионал из отрасли, такой как Игорь. Он видит изнутри, как меняются ставки, где возникают узкие места и какие компании работают лучше. Его преимущество

— информация из первых рук, его слабость — склонность переоценивать то, что он видит на своём участке, и забывать о финансовой стороне. Игорь знает, что вагоны подорожали, но не знает, сколько у оператора долга и какую часть прибыли тот отдаёт акционерам. Эта книга должна помочь ему соединить два мира.

Алина пока ближе к первому типу, хотя сама в этом не признаётся. Она видит переполненные самолёты и думает, что авиакомпания должна хорошо зарабатывать. В четырнадцатой главе мы разберём, почему полный самолёт ещё не означает прибыльную авиакомпанию, а в пятнадцатой — почему акции авиаперевозчиков после 2022 года вели себя совсем не так, как ожидали многие поклонники авиации. Её путь в этой книге — от восхищения к расчёту.

Что инвестор может получить от вложений в транспорт? Во-первых, участие в росте экономики, ведь грузы и пассажиры следуют за ростом производства и доходов. Во-вторых, доступ к инфраструктурным активам, которые трудно повторить и которые служат десятилетиями. В-третьих, дивиденды компаний, у которых в зрелой фазе мало потребностей в новых вложениях. В-четвёртых, облигации с понятным кредитным риском, особенно у государственных и квазигосударственных эмитентов.

Теперь о том, чем рискует инвестор в транспортные бумаги. Прежде всего цикличностью, которая может за год срезать прибыль вдвое. Кроме того, регулированием: государство может заморозить тарифы, изменить правила или обязать компанию выполнять социальные задачи. Транспорт требует огромных капитальных вложений, поэтому многие компании живут с большим долгом и сильно зависят от ключевой ставки. Наконец, отрасль подвержена внешним шокам, от эпидемий до санкционных ограничений, и они бьют по ней сильнее, чем по многим другим секторам.

Посмотрим на простой пример, чтобы почувствовать разницу между секторами внутри транспорта. Допустим, вы вкладываете триста тысяч рублей поровну в три условные компании: по сто тысяч в порт, вагонного оператора и авиакомпанию. В хороший год порт приносит вам шесть процентов дивидендами, оператор — десять, авиакомпания — ничего, но её акции растут на тридцать процентов. В плохой год порт снова приносит пять процентов, оператор — два, а акции авиакомпании падают на сорок процентов. Один и тот же сектор в одном портфеле ведёт себя как три разных инструмента.

Посчитаем результат по двум годам вместе, чтобы увидеть общую картину. В хороший год портфель принёс шесть тысяч от порта, десять тысяч от оператора и тридцать тысяч прироста от авиакомпании, всего сорок шесть тысяч рублей, или около пятнадцати процентов. В плохой год он получил пять тысяч от порта и две от оператора, но потерял сорок тысяч на авиакомпании, и итог оказался минус тридцать три тысячи рублей, или минус одиннадцать процентов. Почти весь размах колебаний обеспечила одна бумага из трёх, хотя на неё приходилась лишь треть вложений.

Из этого примера следует важный вывод. Говорить, что вы «вложились в транспорт», почти так же бессмысленно, как говорить, что вы «вложились в промышленность». Порт с долгосрочными контрактами и авиакомпания с ценами, которые меняются ежедневно, — это разные бизнесы с разными рисками. Прежде чем покупать любую транспортную бумагу, полезно ответить себе на три вопроса: кто владеет инфраструктурой, кто устанавливает цену и что произойдёт с прибылью, если грузов или пассажиров станет на десять процентов меньше.

Отдельно скажу о роли государства, потому что без неё рассказ о российском транспорте не будет полным. Государство здесь выступает сразу в нескольких ролях: оно владеет железнодорожной монополией, акваторией портов, аэродромами и многими дорогами. Оно устанавливает тарифы и правила доступа к инфраструктуре. Оно же субсидирует социально значимые перевозки, например пригородные поезда и авиабилеты на Дальний Восток. Для инвестора это означает, что многие ключевые решения принимаются не на рынке, а в кабинетах министерств и регулятора.

Государство в транспорте может быть и другом, и противником частного акционера. Когда оно вкладывает деньги в расширение Восточного полигона или строительство портов на Дальнем Востоке, выигрывают все компании, работающие на этих направлениях. Когда оно сдерживает тарифы, чтобы поддержать грузоотправителей, проигрывают владельцы инфраструктуры. Когда оно спасает авиакомпании субсидиями в кризис, их акционеры получают шанс сохранить вложения, но часто ценой размытия долей. Общие принципы взаимоотношений государства и миноритариев подробно разобраны в книге «Компании с госучастием», а здесь мы будем говорить о том, что специфично для транспорта.

Теперь несколько слов о том, как устроена эта книга. Мы начнём с железной дороги, потому что в России она остаётся основой грузового транспорта и задаёт условия для всех остальных игроков. Во второй главе мы научимся читать операционную статистику, без которой невозможно понимать ни одну транспортную компанию. С третьей по шестую главы мы разберём железнодорожную монополию, тарифы, рынок вагонов и экономику вагонного оператора. Затем перейдём к морю: портам, стивидорам, флоту и Северному морскому пути.

В одиннадцатой главе мы отдельно поговорим о развороте грузопотоков на восток, который стал главным событием для отрасли в середине 2020-х годов. Двенадцатая и тринадцатая главы посвящены контейнерам, складам, грузовикам и логистике последней мили. С четырнадцатой по шестнадцатую главы мы будем разбираться с авиацией и пассажирскими перевозками. Последние главы соберут всё вместе: обновление парка и лизинг, долги и облигации, оценку компаний и, наконец, будущее отрасли и выбор вашего собственного маршрута.

Почему мы начинаем именно с железной дороги, а не с авиации, которая кажется многим читателям интереснее? Потому что железная дорога — фундамент всей транспортной системы страны, и решения о тарифах на перевозку угля влияют на загрузку портов. Пропускная способность Транссибирской магистрали определяет, сколько контейнеров из Китая дойдёт до Москвы. Ставки на вагоны влияют на себестоимость металлургов, химиков и угольщиков. Понимая железную дорогу, вы получаете ключ к пониманию почти всех грузовых компаний.

Есть и ещё одна причина начать с рельсов, более личная для многих читателей. Железная дорога — самая знакомая и одновременно самая непонятная часть транспорта. Почти каждый ездил на поезде, но мало кто знает, что пассажирские поезда — лишь малая часть работы сети, а основные деньги отрасль зарабатывает на угле, руде и контейнерах. Разобравшись в этом, вы перестанете оценивать транспорт по тому, что видно из окна вагона, и начнёте смотреть на него глазами грузоотправителя и инвестора.

Стоит сказать и о том, какие источники информации понадобятся вам по ходу чтения. Почти у каждой публичной транспортной компании есть годовой отчёт, финансовая отчётность по международным стандартам и презентация для инвесторов. Многие компании ежемесячно или ежеквартально публикуют операционные данные: перевалку, погрузку, пассажиропоток. Государственные ведомства и отраслевые ассоциации выпускают статистику по всей стране. Мы будем учиться пользоваться всеми этими источниками и сопоставлять их между собой.

Наконец, несколько слов о том, как читать эту книгу. Если вы новичок, лучше идти по порядку, потому что каждая глава опирается на понятия из предыдущих. Если вы уже работаете в отрасли, как Игорь, можно сразу переходить к главам о вашем сегменте, но я советую не пропускать главы о долгах, лизинге и оценке. Именно там чаще всего прячутся ловушки для людей, которые хорошо знают операционную сторону бизнеса и плохо знают финансовую.

В этой главе мы выяснили главное. Транспорт и логистика — это кровеносная система экономики, в которой владельцы инфраструктуры и владельцы подвижного состава играют по разным правилам. Спрос на перевозки производный, поэтому отрасль растёт и падает вместе с экономикой, причём падает обычно резче. Мы познакомились с четырьмя условными ком-

паниями, к которым будем возвращаться, и увидели, что внутри одного сектора скрываются бизнесы с совершенно разным уровнем риска и доходности.

Вечером после разговора с Алиной Игорь открывает на компьютере таблицу, в которую давно записывает объёмы отгрузок своей компании по месяцам. Он вдруг замечает, что спад в этой таблице всегда начинался на два-три месяца раньше, чем о нём начинали говорить в новостях. Ему становится интересно, существует ли похожая статистика по всей стране и можно ли по ней угадывать, что будет с прибылью транспортных компаний. Именно об этом, об операционных показателях отрасли и о том, как их читать, мы поговорим в следующей главе.

Глава 2. Тонны, километры и пассажиры

В субботу Алина приезжает к дяде в Екатеринбург, и после обеда он ведёт её на работу, чтобы показать распределительный центр. Огромный склад почти пуст, погрузчики стоят у стены, и только две фуры ждут у рамп. Игорь объясняет, что в октябре здесь не протолкнуться, а сейчас начало февраля, когда после новогодних распродаж магазины затоварены и ничего не заказывают. Потом он открывает на ноутбуке свою таблицу с объёмами отгрузок за восемь лет и показывает Алине, как кривая каждый год рисует одну и ту же волну. Отдельно он обводит пальцем провал, который начался за три месяца до того, как в новостях заговорили о снижении продаж бытовой техники.

Алина смотрит на график и задаёт вопрос, который сразу выдаёт в ней будущего инвестора. Если склад дяди чувствует спад раньше всех, значит, где-то должна существовать похожая статистика по всей стране, и тот, кто умеет её читать, узнаёт о проблемах раньше рынка. Игорь кивает и говорит, что такая статистика есть, но читать её нужно очень осторожно. За годы работы он видел немало людей, которые делали из транспортных цифр совершенно неверные выводы. Эта глава посвящена тому, как не повторить их ошибки.

Транспортная статистика отличается от отчётности обычной компании тем, что она выходит гораздо чаще и описывает физический мир. Финансовый отчёт показывает рубли, которые компания заработала за квартал, а операционные данные показывают тонны, вагоны, контейнеры и пассажиров, которых она перевезла за месяц. Рубли можно по-разному учесть и представить, а тонну угля трудно приукрасить. Поэтому опытные аналитики в транспортном секторе часто начинают анализ не с прибыли, а с физических объёмов.

Первое понятие, с которым нужно разобраться, — погрузка. Погрузкой называют количество груза в тоннах, которое было отправлено за определённый период. Если завод за месяц погрузил в вагоны сто тысяч тонн проката, погрузка составила сто тысяч тонн, независимо от того, куда этот прокат поехал: на соседнюю станцию или на другой конец страны. Погрузка хорошо показывает, сколько всего товаров экономика отправила в путь, но ничего не говорит о том, сколько работы пришлось выполнить транспорту.

Второе понятие — грузооборот, и оно гораздо важнее для понимания доходов перевозчика. Грузооборот измеряется в тонно-километрах и равен произведению массы груза на расстояние, на которое его перевезли. Если сто тысяч тонн проката проехали пятьсот километров, грузооборот составил пятьдесят миллионов тонно-километров. Если тот же прокат поехал за пять тысяч километров во Владивосток, грузооборот оказался в десять раз больше, хотя погрузка не изменилась.

Удобно представить себе разницу между этими понятиями на примере таксиста. Погрузка — это количество пассажиров, которых он посадил в машину за смену. Грузооборот — это суммарное количество километров, которое он проехал с пассажирами. Таксист, который возит людей из аэропорта в центр города, может посадить меньше пассажиров, чем его коллега, работающий на коротких поездках по району, но проехать с ними в три раза больше и заработать соответственно. Для перевозчика важна не столько сама посадка, сколько расстояние, за которое платит клиент.

Тонно-километр — это базовая единица работы грузового транспорта, и в ней обычно считают выручку и затраты. Тариф железной дороги во многом зависит от расстояния, расход топлива у фуры зависит от пробега, износ вагона тоже связан с пройденным путём. Поэтому, когда аналитики сравнивают эффективность разных видов транспорта, они пересчитывают всё в рубли на тонно-километр. Это позволяет сопоставить, например, перевозку угля по железной дороге и морем или перевозку контейнера на фуре и в вагоне.

Есть и третье понятие, которое часто путают с первыми двумя, — объём перевалки. Его используют порты, и он показывает, сколько тонн груза прошло через причалы, то есть было перегружено с одного вида транспорта на другой. Если порт принял с железной дороги миллион тонн угля и погрузил его на суда, перевалка составила миллион тонн. Расстояние здесь роли не играет, ведь порт не везёт груз, а только передаёт его из одних рук в другие. О том, как перевалка превращается в выручку стивидора, мы поговорим в восьмой главе.

С пассажирскими перевозками действует та же логика, только вместо тонн появляются люди. Количество перевезённых пассажиров показывает, сколько поездок было совершено, а пассажирооборот, измеряемый в пассажиро-километрах, показывает, сколько всего работы выполнил транспорт. Один пассажир, пролетевший тысячу километров, — это тысяча пассажиро-километров. Сто пассажиров, проехавших на электричке по десять километров, дают ту же самую тысячу пассажиро-километров.

У пассажирооборота есть важная особенность в авиации. Авиакомпании считают не только реально перевезённых пассажиров, но и предложенные места, умноженные на расстояние, то есть кресло-километры. Отношение одного к другому показывает, насколько полно заполнены самолёты. Мы подробно разберём эти показатели в четырнадцатой главе, потому что именно на них строится вся экономика авиаперевозчика. Сейчас достаточно запомнить, что в пассажирском транспорте, как и в грузовом, важна не столько посадка, сколько расстояние.

Для понимания масштаба полезно знать порядок цифр. Российские авиакомпании в конце 2010-х годов перевозили более ста двадцати миллионов пассажиров в год, затем пережили провал пандемии и перестройку отрасли после 2022 года и в середине 2020-х работали на уровне около ста с небольшим миллионов пассажиров, по данным Росавиации. Пригородные поезда перевозят в разы больше людей, более миллиарда поездок в год, но на короткие расстояния. Поезда дальнего следования перевозят более ста миллионов пассажиров в год и конкурируют с авиацией на расстояниях примерно до полутора тысяч километров, а на дальних маршрутах уступают ей по времени в пути.

Пассажирская статистика имеет ещё одно измерение, которое редко встречается в грузовых данных, — подвижность населения. Её считают как число поездок или пассажиро-километров на одного жителя в год. В развитых странах житель совершает больше дальних поездок, чем в России, и многие аналитики видят в этом потенциал роста отечественных пассажирских перевозок. Однако подвижность зависит от доходов, цен на билеты и доступности транспорта, поэтому сама по себе она не гарантирует, что люди начнут летать и ездить чаще.

Теперь посмотрим, что именно везёт российский транспорт. Структура грузов, или номенклатура, как её называют железнодорожники, определяет, от каких отраслей зависит перевозчик. В грузовой базе железной дороги первое место по погрузке традиционно занимает каменный уголь, на который в середине 2020-х годов приходилась примерно четверть всей погрузки, а по некоторым годам и больше. За ним идут нефть и нефтепродукты, строительные грузы, руда, чёрные металлы, удобрения, зерно, лесные грузы и контейнеры.

Каждая из этих групп ведёт себя по-своему. Уголь сильно зависит от экспортных цен и от того, хватает ли пропускной способности на восток, о чём мы подробно поговорим в одиннадцатой главе. Строительные грузы, напротив, следуют за внутренним строительным циклом и почти не связаны с мировыми рынками. Нефтепродукты часто перевозят на короткие расстояния, к ближайшему порту или нефтебазе. Контейнеры представляют собой самую разнообразную группу, ведь внутри них может быть что угодно, от бытовой техники Игоря до запчастей для автозаводов.

Полезно понимать, что номенклатура грузов разных видов транспорта сильно различается. Через морские порты в основном идут экспортные грузы: нефть и нефтепродукты, уголь, удобрения, зерно, металлы, а в обратную сторону — контейнеры с импортными товарами. Гру-

зовики возят преимущественно продукты, потребительские товары, стройматериалы и всё, что нужно доставить до конкретной двери. Самолёты берут то, что дорого и срочно. Поэтому один и тот же сдвиг в экономике, например падение экспорта угля, ударит по железной дороге и портам и почти не затронет автомобильных перевозчиков.

Для инвестора важно не только то, что везут, но и сколько платят за перевозку каждого груза. Уголь и строительные материалы — массовые и дешёвые грузы, тариф на их перевозку относительно низкий. Нефтепродукты, металлы и особенно контейнеры с готовыми товарами возят дороже. Поэтому, если в погрузке растёт доля угля и снижается доля контейнеров, тонны могут расти, а доходы перевозчика при этом стоять на месте. Мы подробнее разберём устройство тарифов по классам грузов в четвёртой главе.

Перейдём к понятию, которое многие новички недооценивают, — к плечу перевозки, или средней дальности. Средняя дальность получается делением грузооборота на погрузку и показывает, сколько километров в среднем проезжает тонна груза. На российских железных дорогах средняя дальность перевозки измеряется тысячами километров, что намного больше, чем в большинстве европейских стран. Это следствие огромных размеров страны и того, что основные месторождения угля и руды находятся далеко от портов и потребителей.

Почему дальность важнее тоннажа, легко показать на примере. Допустим, угольная компания отправляет миллион тонн угля на экспорт. Если уголь идёт из Кузбасса в порты Балтики, плечо составляет около четырёх тысяч километров. Если тот же уголь отправить в дальневосточные порты, плечо вырастет примерно до пяти-шести тысяч километров. Погрузка одинакова, но грузооборот во втором случае больше, а значит, и выручка железной дороги, и потребность в вагонах у операторов тоже больше.

Именно поэтому разворот грузопотоков на восток после 2022 года так сильно повлиял на отрасль. Многие грузы, которые раньше шли на запад, стали ездить на гораздо большие расстояния на восток. Погрузка по стране при этом могла даже снижаться, но грузооборот держался или рос, потому что каждая тонна проезжала больше километров. Вагоны дольше находились в пути, их требовалось больше, и это отразилось на ставках аренды, о которых мы поговорим в пятой главе.

Средняя дальность меняется не только из-за направления, но и из-за структуры грузов. Если в погрузке растёт доля строительных материалов, которые возят недалеко, средняя дальность по сети снижается, даже если ни один маршрут не изменился. Если растёт доля экспортного угля, который едет через всю страну, дальность увеличивается. Поэтому изменение этого показателя всегда стоит проверять разбивкой по грузам, прежде чем делать выводы о перестройке логистики.

Дальность влияет и на автомобильный транспорт, только в обратную сторону. Фура выгодна на коротких и средних расстояниях, обычно до тысячи-полутора тысяч километров, а дальше железная дорога становится дешевле. Когда железнодорожная сеть перегружена и вагоны дорожают, грузоотправители начинают отправлять фурами то, что раньше возили по рельсам, даже на большие расстояния. Так изменение средней дальности становится сигналом о том, как меняется конкуренция между видами транспорта.

Следующая важная особенность транспортной статистики — сезонность. Почти у каждого вида перевозок есть свой годовой ритм, и без его понимания легко сделать неверный вывод из месячных данных. Если вы сравните погрузку февраля с погрузкой января, вы почти всегда увидите падение просто потому, что в феврале меньше дней. Если сравните май с апрелем, можете увидеть скачок из-за начала строительного сезона. Такие изменения ничего не говорят о состоянии экономики.

Для грузов сезонность складывается из нескольких факторов. Строительные материалы возят в основном с весны до осени. Зерно начинает активно двигаться после уборки урожая, с августа по декабрь. Уголь для отопления отгружают перед зимой, а экспортный уголь силь-

нее зависит от навигации в портах и спроса в Азии. Речной транспорт и Северный морской путь вообще работают только в навигационный период, и в отчётах за первый квартал речных перевозчиков почти нет выручки.

С пассажирами сезонность ещё ярче. Летом и в новогодние праздники самолёты и поезда дальнего следования забиты, весной и поздней осенью спрос проседает. Пригородные поезда, напротив, загружены круглый год, но летом к ним добавляются дачники. Для авиакомпании третий квартал обычно лучший в году, а первый и четвёртый — слабые. Инвестор, который сравнивает второй квартал с третьим и делает вывод о бурном росте бизнеса, рискует купить акции на пике сезона и разочароваться через полгода.

Посмотрим, как сезонность может обмануть на конкретных цифрах. Допустим, условная авиакомпания во втором квартале перевезла два миллиона пассажиров, а в третьем — два миллиона восемьсот тысяч. Рост на сорок процентов за квартал выглядит впечатляюще, и новичок может решить, что бизнес бурно развивается. Однако если год назад в третьем квартале компания перевезла два миллиона семьсот тысяч пассажиров, реальный рост составляет менее четырёх процентов, а всё остальное — обычное летнее оживление. В четвёртом квартале пассажиропоток снова опустится, и это тоже не будет означать кризиса.

Сезонность влияет не только на объёмы, но и на прибыль, причём сильнее. Постоянные затраты перевозчика распределены по году почти равномерно, а выручка сосредоточена в высоком сезоне. Поэтому у многих транспортных компаний один или два квартала приносят почти всю годовую прибыль, а остальные близки к нулю или убыточны. Оценивать такую компанию по одному слабому кварталу так же неверно, как оценивать урожай по полю в марте.

Как избежать ошибки, связанной с сезонностью? Проще всего сравнивать каждый месяц или квартал с тем же периодом прошлого года, и аналитики называют это сравнением «год к году». Если в марте этого года погрузка на два процента выше, чем в марте прошлого, это осмысленная информация. Если она на десять процентов выше, чем в феврале, это почти ничего не значит. Второй способ — смотреть на сумму за последние двенадцать месяцев, которая сглаживает и сезонность, и случайные колебания.

Теперь главный практический вопрос: где брать эти данные. Государственная железнодорожная компания ежемесячно публикует данные о погрузке и грузообороте, обычно в первые дни следующего месяца. В этих пресс-релизах можно найти разбивку по основным группам грузов, и они служат одним из самых быстрых индикаторов состояния промышленности в стране. Росстат публикует сводную статистику по всем видам транспорта, но с большей задержкой.

Порты публикуют свои данные через отраслевую ассоциацию морских торговых портов, которая ежемесячно выпускает сводку о грузообороте портов по бассейнам и видам грузов. Росавиация публикует данные о пассажиропотоке авиакомпаний, а сами авиаперевозчики часто раскрывают свою операционную статистику ежемесячно или ежеквартально. Нужно учитывать, что после 2022 года часть статистики стала публиковаться реже или в сокращённом виде, а некоторые компании временно перестали раскрывать детали. Поэтому иногда приходится собирать картину из нескольких источников.

Есть и косвенные источники, о которых новички обычно не знают. Таможенная статистика показывает, сколько товаров ввезено и вывезено из страны, и по ней можно судить о загрузке портов и погранпереходов. Данные о производстве угля, стали и удобрений, которые публикуют отраслевые союзы и ведомства, подсказывают, сколько грузов появится для железной дороги в ближайшие месяцы. Индексы деловой активности в промышленности, которые рассчитывают аналитические агентства на основе опросов предприятий, тоже дают сигнал о будущих перевозках. Опытный аналитик собирает картину из многих кусочков, как пазл.

Важно помнить, что каждый источник считает по своей методике и цифры разных ведомств не всегда совпадают. Железная дорога может учитывать погрузку на своей сети, а Рос-

стат — все железнодорожные перевозки, включая промышленные пути предприятий. Ассоциация портов считает перевалку по всем терминалам, а отдельный стивидор — только по своим. Сравнивать нужно сопоставимые данные, а при переходе от одного источника к другому сначала разобраться, что именно в нём измеряется.

Публичные компании, как правило, раскрывают операционные результаты раньше финансовых. Порт может опубликовать объём перевалки за квартал уже через пару недель после его окончания, а финансовую отчётность — только через два-три месяца. Вагонный оператор может раньше сообщить о среднем числе вагонов в работе и средней ставке, чем о выручке. Для внимательного инвестора этот промежуток — возможность заранее понять, каким будет финансовый результат, и не удивляться ему в день публикации.

Именно здесь кроется главная ценность операционных данных: они работают как опережающий индикатор. Допустим, порт в первом квартале перевалил на пятнадцать процентов меньше угля, чем год назад, а уголь даёт четверть его выручки. Даже не дожидаясь финансовой отчётности, можно прикинуть, что выручка от угля снизится примерно на те же пятнадцать процентов, а общая выручка — примерно на четыре процента. С учётом высоких постоянных затрат прибыль упадёт сильнее, и рынок, который это понимает, начнёт закладывать падение в цену акций раньше, чем выйдет отчёт.

Скорость поступления данных в транспорте вообще выше, чем в большинстве отраслей. Кроме ежемесячных пресс-релизов существуют сервисы, которые отслеживают движение судов по сигналам их бортовых систем, графики заходов в порты, расписания рейсов и даже загрузку автомобильных дорог. Профессиональные аналитики пользуются ими, чтобы оценить перевалку или пассажиропоток ещё до официальных цифр. Частному инвестору такая точность обычно не нужна, но полезно знать, что крупные игроки узнают о многих изменениях раньше, и потому реакция цены акций часто опережает публикацию данных.

Транспортные данные опережают не только отчётность компаний, но и всю экономику. Погрузка на железной дороге и грузооборот портов отражают реальное движение товаров, которое начинается раньше, чем изменения доходов, занятости и потребления. Многие экономисты используют транспортную статистику как один из индикаторов промышленного цикла. Игорь интуитивно понял это по собственной таблице: его склад реагирует на изменения спроса за несколько месяцев до того, как их замечают официальные отчёты.

Однако у опережающего индикатора есть и обратная сторона. Транспортные данные бывают шумными: забастовка в порту, непогода, ремонт пути или авария на перегоне способны на месяц изменить статистику без всякой связи с экономикой. Один плохой месяц ещё не тренд. Аналитики обычно ждут подтверждения в течение двух-трёх месяцев, прежде чем делать выводы, и смотрят, совпадают ли сигналы из разных источников, например погрузка на железной дороге и перевалка в портах.

Теперь о самой распространённой ошибке, ради которой стоило написать эту главу. Она звучит так: погрузка выросла, значит, выросла прибыль транспортных компаний. На первый взгляд логика кажется железной, ведь больше грузов означает больше работы и больше денег. На практике между тоннами и рублями прибыли стоит целая цепочка, и в каждом её звене может что-то пойти не так.

Первое звено этой цепочки — структура грузов. Если рост погрузки обеспечили дешёвые строительные материалы, а дорогие контейнеры при этом сократились, выручка перевозчика может не вырасти вовсе. Второе звено — дальность: если тонны выросли, а расстояние перевозки сократилось, грузооборот может даже упасть. Третье звено — цена: если вагонов на рынке стало больше, чем грузов, ставки аренды падают, и оператор зарабатывает меньше на каждой перевезённой тонне.

Четвёртое звено цепочки связано с затратами компании. Допустим, порт перевалил больше грузов, но для этого ему пришлось нанять дополнительных рабочих, взять в аренду

технику и заплатить больше за электроэнергию. Если затраты выросли быстрее выручки, прибыль снизится. Пятое звено — курс рубля, который особенно важен для портов и морских перевозчиков с валютными ставками. Рост перевалки на пять процентов легко перекрывается укреплением рубля на десять процентов, и в рублёвой отчётности выручка окажется ниже прошлогодней.

Посмотрим на условный пример с «Беломысским морским торговым портом». Допустим, в новом году перевалка выросла с сорока до сорока двух миллионов тонн, то есть на пять процентов. Однако рост пришёлся на уголь, ставка за который ниже средней, а доля контейнеров немного снизилась, и средняя ставка упала с шести до пяти долларов семидесяти центов за тонну. Одновременно рубль укрепился с девяноста до восьмидесяти рублей за доллар. Выручка составит сорок два миллиона тонн, умноженные на пять долларов семьдесят центов и на восемьдесят рублей, то есть примерно девятнадцать миллиардов сто пятьдесят миллионов рублей вместо прежних двадцати одного миллиарда шестисот миллионов.

Получается, что при росте объёмов на пять процентов выручка порта в рублях снизилась более чем на одиннадцать процентов. Инвестор, который увидел в новостях рост перевалки и купил акции в ожидании хорошего отчёта, будет неприятно удивлён. Именно поэтому операционные данные полезны только тогда, когда вы понимаете, как они превращаются в деньги в конкретной компании. Тонны — это сырьё для анализа, а не готовый вывод.

Бывает и обратная ситуация, когда объёмы падают, а прибыль растёт. Если вагонов на рынке не хватает, операторы поднимают ставки, и даже при снижении погрузки их выручка увеличивается. Если порт теряет дешёвый уголь, но получает дорогие контейнеры, его выручка может вырасти при снижении тоннажа. Поэтому вместо простого правила «больше тонн — больше прибыли» стоит держать в голове формулу: выручка равна объёму, умноженному на цену, а прибыль равна выручке за вычетом затрат, и каждое из этих слагаемых живёт своей жизнью.

Есть ещё одна ловушка, связанная с базой сравнения. Если в прошлом году в каком-то месяце произошёл провал, например из-за аварии или закрытия границы, в этом году рост «год к году» будет выглядеть впечатляющим, хотя на самом деле бизнес просто вернулся к норме. Аналитики называют это эффектом низкой базы. Перед тем как радоваться двузначному росту, полезно посмотреть, что происходило год назад, и сравнить нынешний уровень с позапрошлым годом.

Похожая ловушка связана с процентами от маленьких чисел. Если порт, который раньше переваливал сто тысяч тонн контейнеров, стал переваливать двести тысяч, рост на сто процентов звучит громко, но в общей перевалке в сорок миллионов тонн это незаметная величина. Компании любят выносить в заголовки пресс-релизов самые быстрорастущие направления, даже если они дают ничтожную долю выручки. Прежде чем впечатляться процентами, стоит посмотреть на абсолютные цифры и на долю направления в общем бизнесе.

Наконец, стоит помнить о пересмотрах данных. Росстат и ведомства иногда уточняют свою статистику задним числом, а компании меняют методику расчёта своих показателей. Например, оператор может начать учитывать в парке вагоны, взятые в аренду у других компаний, и его операционные показатели вырастут скачком без реального изменения бизнеса. При сравнении данных за несколько лет всегда стоит читать примечания мелким шрифтом.

Как же извлечь из всей этой статистики пользу без того, чтобы утонуть в цифрах? Лучший способ — вести собственную небольшую таблицу, примерно такую, какую Игорь ведёт для своего склада. В ней достаточно нескольких строк: ежемесячная погрузка на железной дороге в целом и по ключевым грузам, перевалка портов по основным бассейнам, пассажиропоток авиакомпаний. Для каждой строки полезно хранить значение месяца, значение того же месяца прошлого года и процентное изменение.

К этим общеотраслевым данным стоит добавить операционные показатели компаний, которые вам интересны. Для порта это перевалка по видам грузов, для вагонного оператора — число вагонов в работе и средняя ставка, для авиакомпании — пассажиропоток и процент занятости кресел. Раз в квартал, когда выходит финансовая отчётность, полезно сопоставить её с вашими операционными записями и проверить, насколько точно вы предсказали результат. Со временем вы начнёте видеть закономерности, которые не видны в отдельных новостях.

Очень полезно превратить таблицу в простой график. Когда вы видите линию погрузки за пять лет, сезонная волна и долгосрочный тренд становятся понятны с первого взгляда, а аномалии сразу бросаются в глаза. Многие частные инвесторы ведут такие графики в обычной электронной таблице и обновляют их по выходным. Если на графике линия текущего года впервые за долгое время опустилась ниже линии прошлого года и держится там два-три месяца, это повод внимательнее присмотреться к компаниям, зависящим от этого груза.

Не стоит стремиться к тому, чтобы таблица была большой и сложной. Двадцать строк, которые вы обновляете раз в месяц за пятнадцать минут, принесут больше пользы, чем двести строк, которые вы забросите через полгода. Главное в этой работе — регулярность и привычка сравнивать новые цифры с прошлогодними. Через год такой практики вы будете понимать транспортный сектор лучше, чем большинство частных инвесторов, которые читают только заголовки.

Вернёмся к Алине, которая слушала дядю с возрастающим интересом. Ей захотелось самой собрать такую таблицу, но не по грузам, а по авиаперевозкам, ведь именно авиация её интересует. Игорь посоветовал добавить туда хотя бы одну грузовую строку, погрузку угля на железной дороге, чтобы видеть, как живёт промышленная часть экономики. Алина скептически поморщилась, но согласилась, и через несколько месяцев эта скучная строка ещё не раз её удивит.

Чтобы закрепить понятия, проделаем короткое упражнение. Допустим, в марте железная дорога погрузила сто миллионов тонн грузов, а грузооборот составил двести двадцать миллиардов тонно-километров. Средняя дальность перевозки получается делением второго числа на первое и равна двум тысячам двумстам километрам. Если в марте следующего года погрузка останется прежней, а грузооборот вырастет до двухсот тридцати одного миллиарда, средняя дальность увеличится до двух тысяч трёхсот десяти километров, то есть на пять процентов. Такое изменение почти наверняка означает, что грузы стали чаще ездить на дальние направления, например на восток.

Что это означает для вагонного оператора? Если каждый вагон проводит в пути на пять процентов больше времени, то для перевозки того же объёма груза требуется примерно на пять процентов больше вагонов. Если свободных вагонов на рынке нет, операторы получают возможность поднять ставки. Так простое деление двух чисел из пресс-релиза железной дороги подсказывает, что у вагонных операторов может начаться хороший период, ещё до того, как они сами об этом отчитаются.

Можно сделать и обратное упражнение для пассажирского транспорта. Допустим, авиакомпания сообщила, что за квартал её пассажиропоток вырос на шесть процентов, а пассажирооборот — на двенадцать процентов. Значит, средняя дальность полёта одного пассажира выросла примерно на шесть процентов: люди стали летать на более длинные маршруты. Для авиакомпании это может быть хорошо, потому что длинный рейс обычно дешевле на километр, но может быть и плохо, если на дальних направлениях ниже доходная ставка или выше расход топлива. Одно число здесь порождает вопрос, на который ответит только финансовая отчётность.

Обратите внимание, что в этом упражнении мы не использовали никакой сложной математики и никакой закрытой информации. Все необходимые данные публикуются в открытом доступе каждый месяц. Разница между инвестором, который замечает такие сигналы, и тем,

кто их пропускает, не в доступе к данным, а в умении задать правильный вопрос. Транспортная статистика вознаграждает любопытство и терпение, а не скорость реакции на новости.

Подведём короткий итог этой главы. Мы разобрались, что погрузка показывает, сколько груза отправлено, грузооборот — сколько работы выполнено, а перевалка — сколько груза прошло через порт. Мы увидели, что дальность перевозки часто важнее тоннажа, что сезонность требует сравнивать данные с тем же периодом прошлого года и что операционные показатели опережают финансовую отчётность. Главное же, что стоит запомнить: рост тонн сам по себе не означает роста прибыли, потому что между ними стоят структура грузов, цены, затраты и курс рубля.

Когда вечером Алина уезжает на вокзал, Игорь получает сообщение от своего менеджера. Железнодорожная станция предупреждает, что в ближайшие две недели на участке, через который идут его вагоны, будут «окна» для ремонта пути, и отправку придётся сдвинуть. Игорь привычно ворчит и начинает перестраивать график. Ему вдруг становится интересно, кто и как решает, когда и где закрывать магистраль, и почему у его компании нет никакой альтернативы этой единственной дороге. Об устройстве железной дороги как естественной монополии мы и поговорим в следующей главе.

Глава 3. Железная дорога как естественная монополия

Во вторник Игорь с утра звонит на станцию, к которой примыкает подъездной путь его распределительного центра. Пятнадцать вагонов с товаром для Новосибирска должны были уйти ещё в пятницу, но поезд не сформировали, потому что на участке под Тюменью идут ремонтные работы. Дежурная по станции вежливо объясняет, что движение по одному из путей закрыто на несколько часов в сутки, пропускная способность участка упала, и в первую очередь пропускают составы, которые уже в пути. Игорь вешает трубку и смотрит на карту, хотя прекрасно знает, что другой железной дороги в Новосибирск нет. Можно отправить товар фурами, но это обойдётся почти вдвое дороже и займёт больше времени на погрузку.

Подобные ситуации — обычная часть жизни любого грузоотправителя в стране. Игорь не может выбрать другую железную дорогу, как выбирает другого поставщика упаковки или другую транспортную компанию для доставки по городу. У него есть одна сеть путей, принадлежащая одной компании, и правила этой сети обязательны для всех. Экономисты называют такую ситуацию естественной монополией. В этой главе мы разберёмся, что это означает, как устроена железнодорожная отрасль страны и почему её состояние важно для любого инвестора в транспорт.

Естественной монополией называют рынок, на котором одна компания может обслуживать всех потребителей дешевле, чем несколько конкурирующих. Классический пример — водопровод в городе: проложить параллельно две сети труб от двух разных компаний было бы безумно дорого, и вода от этого не стала бы дешевле. Железная дорога устроена так же. Построить вторую магистраль рядом с Транссибом стоило бы триллионы рублей, а грузов на две дороги всё равно не хватило бы. Поэтому разумнее иметь одну сеть и регулировать её, чем пытаться создать конкуренцию путей.

Ключевая особенность естественной монополии — огромные постоянные затраты при сравнительно низких дополнительных. Содержание пути, мостов, тоннелей, систем сигнализации и станций стоит примерно одинаково, проходит по участку один поезд в день или пятьдесят. Каждый дополнительный поезд почти не увеличивает расходы на инфраструктуру, зато приносит дополнительную выручку. Отсюда стремление монополии максимально загрузить сеть и опасность того, что без регулирования она начнёт устанавливать цены, выгодные только ей.

При этом важно понимать границы этой монополии. Железная дорога монопольна внутри своего вида транспорта, но конкурирует с другими видами за отдельные грузы. Нефть можно отправить по трубе, контейнер с бытовой техникой — на фуре, срочную посылку — самолётом, а зерно с юга страны нередко везут к портам автомобилями. Чем дешевле и тяжелее груз и чем длиннее путь, тем слабее эта конкуренция. Для угля из Сибири или руды с Урала альтернативы рельсам практически нет, а для товаров народного потребления на расстояние в пятьсот километров грузовик часто оказывается удобнее.

Почему именно на тяжёлых грузах и больших расстояниях железная дорога вне конкуренции, объясняет физика. Стальное колесо на стальном рельсе испытывает очень малое сопротивление качению, поэтому для перемещения тонны груза на километр поезду нужно в несколько раз меньше энергии, чем грузовику. Один машинист и один локомотив способны тянуть состав весом в несколько тысяч тонн, тогда как для такого же объёма потребовались бы сотни фур и сотни водителей. На коротких расстояниях это преимущество съедают затраты на погрузку, сортировку и подвоз к станции, а на тысячах километров оно становится решающим.

Удобно сравнить железную дорогу с многоквартирным домом, у которого один-единственный лифт. Жильцам нельзя построить второй лифт, а управляющая компания отвечает за его ремонт, расписание техосмотров и правила пользования. Если лифт сломался или стоит

на профилактике, все жильцы ждут или идут пешком по лестнице, что медленнее и тяжелее. Если в доме появляются новые квартиры, лифт начинает работать на пределе, и в утренние часы у его дверей выстраивается очередь. Именно такую очередь Игорь наблюдает каждый раз, когда на магистрали начинаются ремонты.

Железная дорога в России прошла долгий путь, прежде чем стала той системой, которую мы видим сегодня. Большую часть XX века она управлялась государственным министерством, которое одновременно владело путями, локомотивами, вагонами, вокзалами, больницами и даже собственными школами. Министерство само устанавливало правила, само их исполняло и само себя контролировало. Такая система обеспечивала единство управления огромной сетью, но была неэффективной и плохо реагировала на запросы клиентов.

В начале 2000-х годов правительство запустило структурную реформу железнодорожного транспорта. Её суть состояла в том, чтобы отделить функции государственного регулирования от хозяйственной деятельности и создать условия для конкуренции там, где она возможна. В 2003 году на базе имущества министерства была создана государственная акционерная компания, все акции которой принадлежат государству. Функции регулирования перешли к профильному министерству и другим ведомствам, а компания стала заниматься перевозками и содержанием инфраструктуры как коммерческая организация.

Следующим шагом реформы было выделение из монополии тех видов деятельности, в которых возможна конкуренция. Главным из них оказался рынок грузовых вагонов. Государственная компания создала дочерние вагонные операторы и передала им значительную часть своего парка, а затем продала некоторые из них частным инвесторам. Параллельно частные компании начали покупать собственные вагоны у заводов. Так за десятилетие возник рынок, на котором сотни операторов предлагают грузоотправителям вагоны и конкурируют за клиентов, о чём мы подробно поговорим в пятой главе.

Масштаб того, что досталось новой компании, трудно переоценить. Эксплуатационная длина российской железнодорожной сети составляет около восьмидесяти пяти тысяч километров, и по этому показателю страна входит в число мировых лидеров вместе с Соединёнными Штатами, Китаем и Индией. Монополия долгие годы оставалась одним из крупнейших работодателей страны, на неё работают сотни тысяч человек. Многие участки сети построены более века назад, и их приходится постоянно перестраивать, чтобы они выдерживали современные тяжёлые поезда.

Реформа затронула и пассажирские перевозки. Перевозки в поездах дальнего следования были выделены в отдельную дочернюю компанию, а пригородные — в совместные предприятия монополии с регионами. Ремонтные заводы, проектные институты и часть вспомогательных предприятий были выведены из структуры или проданы. Однако главное осталось в руках государственной компании: сама сеть путей, станции, системы управления движением и локомотивы, которые тянут поезда.

Чтобы понять экономику железной дороги, полезно мысленно разделить её на три слоя. Первый слой — инфраструктура: рельсы, шпалы, мосты, тоннели, станции, контактная сеть, системы сигнализации и диспетчерские центры. Второй слой — тяга, то есть локомотивы с бригадами машинистов, которые перемещают поезда. Третий слой — вагоны, в которых едет сам груз. Каждый из этих слоёв может принадлежать разным компаниям, и от того, кто чем владеет, зависит, кто и сколько зарабатывает.

В России первые два слоя, инфраструктура и тяга, почти целиком принадлежат государственной монополии. Частные локомотивные компании существуют лишь в виде исключений, на отдельных участках и при особых условиях, а массового допуска частной тяги на магистральную сеть так и не произошло. Третий слой, вагоны, напротив, в основном принадлежит частным операторам. Получается своеобразная конструкция, в которой частный вагон

едет по государственным рельсам за государственным локомотивом, а грузоотправитель платит отдельно за инфраструктуру с тягой и отдельно за вагон.

Тяга заслуживает отдельного разговора, потому что её часто недооценивают. Примерно половина российской сети электрифицирована, и на электрифицированных линиях выполняется основная часть грузовой работы, а на остальных поезда водят тепловозы. Локомотивный парк монополии стареет, и его обновление требует огромных вложений, ведь один современный грузовой электровоз стоит сотни миллионов рублей. Когда локомотивов или бригад не хватает, гружёные составы стоят на станциях в ожидании тяги, и пропускная способность сети снижается так же, как от ремонта пути.

На магистралях с большим грузопотоком монополия старается водить тяжеловесные и длинносоставные поезда, которые везут больше груза за один рейс. Для этого нужны мощные локомотивы, удлинённые станционные пути и усиленное верхнее строение пути. Чем тяжелее поезд, тем меньше составов нужно пропустить по участку для перевозки того же объёма, и тем выше фактическая провозная способность. Поэтому программы по увеличению веса поездов оказываются одним из самых дешёвых способов расширить узкие места без строительства новых путей.

В других странах эти слои распределены иначе, и полезно знать хотя бы основные модели. В Соединённых Штатах крупные частные железнодорожные компании владеют и путями, и локомотивами, и конкурируют между собой на параллельных направлениях. В Европе пути обычно принадлежат государственным компаниям-управляющим, а по ним ездят поезда разных перевозчиков, в том числе частных. Российская модель ближе к европейской в том, что пути государственные, но отличается тем, что перевозчик на магистральной сети фактически один.

Теперь поговорим о понятии, которое определяет, сколько вообще может перевезти железная дорога, — о пропускной способности. Пропускной способностью участка называют максимальное число поездов, которое может по нему пройти за сутки. Она зависит от числа путей, длины перегонов между станциями, системы сигнализации, профиля пути, длины приёмо-отправочных путей на станциях и мощности энергоснабжения. Однопутный участок пропускает намного меньше поездов, чем двухпутный, ведь встречные составы вынуждены ждать друг друга на разъездах.

Различие между однопутным и двухпутным участком легко показать на условных цифрах. Допустим, на однопутном перегоне с короткими разъездами можно пропустить три-четыре десятка пар поездов в сутки, потому что каждый встречный состав ждёт своей очереди. После строительства второго пути на том же участке поезда идут в обе стороны одновременно, и пропускная способность может вырасти в два-три раза. Именно поэтому строительство вторых путей становится главной статьёй расходов при расширении магистралей.

Узкие места на сети называют лимитирующими участками. Ими бывают однопутные перегоны, старые мосты и тоннели, крупные узлы, где сходится несколько направлений, и подходы к морским портам. Сеть работает как цепь: её пропускная способность определяется самым слабым звеном. Можно сколько угодно расширять станции в Кузбассе, но если на подходе к порту поезда стоят в очереди, уголь всё равно не уедет быстрее. О самых известных узких местах страны, на Восточном полигоне, мы подробно поговорим в одиннадцатой главе.

Отдельная тема — ремонтные «окна», с которыми столкнулся Игорь. Чтобы путь оставался безопасным, его нужно регулярно ремонтировать, менять рельсы и шпалы, обновлять контактную сеть. Делать это на ходу невозможно, поэтому движение на участке закрывают на несколько часов. Летом, в разгар ремонтного сезона, «окна» снижают пропускную способность многих направлений, и это заметно отражается на сроках доставки. Грузоотправители учатся планировать отгрузки с учётом ремонтного графика, но избавиться от этих потерь полностью невозможно.

У ремонтов есть и финансовая сторона, которую грузоотправители чувствуют напрямую. Пока вагоны стоят в ожидании, грузоотправитель платит оператору за каждые сутки их использования, а товар не приносит денег. Если отгрузка задерживается на три дня, а вагон стоит две тысячи рублей в сутки, задержка пятнадцати вагонов обходится в девяносто тысяч рублей только на аренде, не считая штрафов от покупателей. Для крупного угольщика с тысячами вагонов такие потери за сезон ремонтов складываются в сотни миллионов рублей.

Когда сеть работает на пределе, возникает вопрос, кого пропускать первым. В обычное время действует принцип недискриминационного доступа, то есть все грузоотправители имеют равные права на перевозку. Однако при дефиците пропускной способности государство устанавливает правила очерёдности, в которых определённые грузы получают приоритет, например грузы для обороны, жизнеобеспечения регионов или выполнения международных обязательств. После 2022 года правила очерёдности менялись несколько раз, и для некоторых грузоотправителей это означало, что их вагоны отодвигались в конец очереди.

Как монополия расширяет пропускную способность? Строит вторые пути на однопутных участках, удлиняет станционные пути, чтобы принимать более длинные и тяжёлые поезда, модернизирует системы сигнализации, строит обходы крупных узлов и новые мосты. Каждый такой проект стоит десятки или сотни миллиардов рублей и занимает годы. Поэтому инвестиционная программа железнодорожной монополии — одна из крупнейших в стране, а решения о том, какие проекты финансировать, становятся предметом жёстких споров между ведомствами и отраслями.

В середине 2020-х годов инвестиционная программа государственной железнодорожной компании измерялась суммами порядка триллиона рублей в год, сопоставимыми с годовыми бюджетами крупных регионов. Значительная часть этих денег шла на расширение Восточного полигона, обновление локомотивного парка, ремонт пути и развитие подходов к портам. В годы высокой ключевой ставки программа сокращалась, потому что заимствования становились слишком дорогими, а собственных денег не хватало. Каждое такое сокращение отражалось на планах угольщиков, портов и операторов, которые рассчитывали на расширение сети.

Откуда монополия берёт деньги на инвестиции? Первый источник — собственные доходы, прежде всего грузовые тарифы, которые составляют основную часть выручки. Второй источник — заёмные средства: монополия регулярно размещает облигации и привлекает банковские кредиты. Третий источник — государство, которое вносит деньги в капитал компании или финансирует отдельные проекты через бюджет и специальные фонды. Четвёртый — средства самих грузоотправителей, которые иногда соглашаются платить надбавки к тарифу или софинансировать строительство в обмен на гарантированные объёмы перевозок.

Посмотрим на условном примере, почему высокая ставка так сильно бьёт по инвестиционной программе. Допустим, программа составляет один триллион рублей в год, и четыреста миллиардов из неё финансируются за счёт новых займов. Если средняя стоимость заимствований растёт с десяти до восемнадцати процентов годовых, то только по этим новым займам ежегодные процентные расходы увеличиваются с сорока до семидесяти двух миллиардов рублей. За несколько лет такие суммы накапливаются и съедают всё больше доходов, поэтому при дорогих деньгах монополия вынуждена откладывать проекты, даже если они важны для экономики.

Баланс между этими источниками постоянно меняется. Когда тарифы растут медленно, а долг уже большой, монополия просит у государства больше бюджетных денег. Когда бюджет напряжён, государство разрешает повысить тарифы или позволяет больше занимать. Для инвестора в облигации монополии этот баланс важен, потому что от него зависит, насколько устойчиво компания сможет обслуживать свой долг. Мы подробно поговорим о её облигациях в восемнадцатой главе.

Теперь о роли государства, которое в железнодорожной отрасли выступает сразу в нескольких качествах. Прежде всего оно единственный акционер монополии и вправе определять её стратегию, утверждать руководство и решать, сколько прибыли направить на дивиденды. На практике железнодорожная монополия многие годы отдавала в бюджет небольшую часть прибыли или не платила дивидендов вовсе, потому что почти все деньги уходили на инвестиции. Общие принципы дивидендной политики госкомпаний разобраны в книге «Компании с госучастием», и здесь мы не будем их повторять.

Второе качество государства в отрасли — роль регулятора. Оно устанавливает тарифы на перевозку, правила доступа к инфраструктуре, нормы безопасности и требования к подвижному составу. Тарифы утверждает антимонопольная служба, которая в 2015 году приняла на себя функции упразднённой тарифной службы. Правила технической эксплуатации, порядок обращения вагонов и многие другие нормы определяются федеральным законодательством и постановлениями правительства. О тарифах мы подробно поговорим в следующей главе.

Третье качество государства — заказчик и инициатор крупных проектов. Решения о строительстве новых магистралей, расширении Восточного полигона, развитии подходов к портам и создании новых транспортных коридоров принимаются на уровне правительства. Государство включает эти проекты в стратегии и национальные программы, выделяет на них деньги и контролирует сроки. Для монополии это одновременно источник финансирования и источник обязательств, ведь проект, выгодный стране, не всегда окупается для самой компании.

Четвёртое качество — крупнейший клиент через компании с государственным участием. Многие крупнейшие грузоотправители, от угольщиков до производителей удобрений и нефтяных компаний, частично или полностью принадлежат государству. Когда интересы монополии и интересы этих грузоотправителей сталкиваются, например в споре о росте тарифов, решение в итоге принимает правительство. Получается, что государство нередко спорит само с собой, и исход таких споров трудно предсказать по одной экономической логике.

К этим ролям стоит добавить ответственность за безопасность движения. Государство устанавливает требования к состоянию пути, вагонов и локомотивов, расследует аварии и может приостановить эксплуатацию отдельных типов подвижного состава. Когда после схода поездов выявляется массовый дефект, например в литых деталях тележек вагонов, регулятор вправе запретить эксплуатацию тысяч вагонов до их проверки. Для операторов такие решения означают внезапные потери и расходы на ремонт, а для рынка — резкое сокращение доступного парка и рост ставок.

Пятое качество — гарант социальной функции железной дороги. Пассажирские перевозки, особенно пригородные, во многих регионах убыточны, но обеспечивают жителям доступ к работе, учёбе и больницам. Государство не позволяет просто закрыть убыточные маршруты и компенсирует часть потерь. Эта социальная нагрузка давно стала одной из главных особенностей российской железной дороги, и о ней стоит поговорить подробнее.

Пригородные перевозки в большинстве регионов страны ведут специальные пригородные компании, созданные монополией вместе с региональными властями. Билет на электричку обычно стоит меньше, чем реальная стоимость поездки, а разницу компенсирует регион из своего бюджета. Если бюджет региона беден, компенсации не хватает, и пригородная компания сокращает число поездов или работает в убыток. Время от времени в отдельных регионах возникали конфликты, когда электрички отменяли из-за долгов по компенсациям.

Пассажирские перевозки в поездах дальнего следования устроены иначе. Цены на билеты в купе и спальные вагоны устанавливаются перевозчиком свободно, а цены на плацкартные и общие вагоны регулируются государством. Регулируемые билеты продаются дешевле экономически обоснованного уровня, и государство выплачивает перевозчику субсидию. Купе и бизнес-класс частично покрывают убытки плацкарта, а на популярных направлениях, где поезд

конкурирует с самолётом, перевозчик может зарабатывать. Подробно о пассажирском бизнесе на железной дороге мы поговорим в шестнадцатой главе.

Для инвестора социальная нагрузка важна потому, что она ложится на монополию и косвенно влияет на грузовые тарифы. Долгое время часть убытков от пассажирских перевозок покрывалась за счёт доходов от грузовых, и это называют перекрёстным субсидированием. Грузоотправители, в свою очередь, платили чуть больше, чем требовалось бы без социальной нагрузки. Подробнее о том, как устроено перекрёстное субсидирование внутри грузовых тарифов, мы поговорим в четвёртой главе.

Пора разобраться, как частный инвестор может участвовать в железнодорожной монополии, если её акции не продаются. Прямой путь здесь только один, и это облигации. Государственная железнодорожная компания размещает рублёвые облигации разных сроков и типов, и они свободно обращаются на бирже. Их кредитный риск близок к государственному, потому что трудно представить, что государство позволит своей ключевой транспортной компании объявить дефолт. Доходность таких облигаций обычно немного выше доходности государственных облигаций сопоставимого срока.

Косвенных путей у инвестора гораздо больше. Можно купить акции вагонных операторов, которые зарабатывают на перевозках по сети монополии. Можно купить акции портов, грузовая база которых зависит от того, сколько грузов железная дорога довезёт до причалов. Можно вложиться в производителей вагонов и локомотивов, которые получают заказы от монополии и операторов, о чём подробнее рассказывается в книге «Машиностроение и автопром». Можно, наконец, купить акции крупных грузоотправителей, для которых решения о тарифах означают рост или снижение затрат.

Каждый из этих путей даёт свою экспозицию на железную дорогу. Вагонный оператор выигрывает, когда сеть перегружена и вагоны оборачиваются медленно, а порт — когда монополия расширяет подходы к его причалам. Производитель вагонов выигрывает, когда операторам нужно обновлять парк. Грузоотправитель выигрывает, когда тарифы растут медленнее его выручки. Инвестор, который понимает эти связи, может выбрать именно тот аспект железнодорожной отрасли, на развитие которого он рассчитывает.

Существуют и небольшие частные железные дороги, которые строят под конкретные проекты. Обычно это линии, соединяющие крупное месторождение или порт с магистральной сетью. Их владельцы, как правило, сами пользуются этими линиями для вывоза собственной продукции, а иногда пропускают по ним грузы других компаний за плату. Для частного инвестора такие дороги почти недоступны, ведь они входят в состав крупных промышленных групп, но их появление показывает, что государство готово привлекать частные деньги в инфраструктуру.

Есть и механизмы государственно-частного партнёрства, когда частный инвестор строит объект инфраструктуры, а государство гарантирует ему возврат вложений через плату за пользование или бюджетные выплаты. В железнодорожной отрасли такие проекты пока единичны, но разговоры о них идут постоянно, особенно применительно к подходам к портам и обходам крупных узлов. Если такие механизмы станут массовыми, у инвесторов могут появиться новые инструменты, связанные с железной дорогой, например облигации проектных компаний.

Теперь давайте посмотрим на типичную ошибку инвесторов, которые впервые знакомятся с железнодорожной отраслью. Они переносят на неё логику рыночной компании и рассуждают так: монополия может поднимать цены, значит, она очень прибыльна, а её облигации абсолютно безопасны при любых условиях. На деле всё устроено значительно сложнее. Монополия не может самостоятельно поднимать тарифы, её прибыль ограничена регулированием и социальной нагрузкой, а долговая нагрузка в годы больших инвестиций бывает высокой.

Облигации монополии действительно надёжны, но это не значит, что они не могут подешеветь. При росте ключевой ставки цены длинных облигаций падают так же, как цены госу-

дарственных облигаций, и инвестор, который купил их на пике, может долго сидеть в убытке. Кроме того, у монополии есть облигации особых типов, например бессрочные, которые ведут себя совсем не так, как классические. Мы разберём эти различия в восемнадцатой главе, а сейчас запомним, что надёжность эмитента и надёжность цены облигации — это разные вещи.

Похожая ошибка встречается у тех, кто считает монополию неуязвимой к экономическим циклам. Выручка железной дороги зависит от объёма перевозок, а он, как мы видели в первой главе, падает вместе с промышленностью и экспортом. Когда погрузка снижается на несколько процентов, а расходы на содержание огромной сети остаются прежними, прибыль монополии сокращается заметно сильнее. В годы спада железная дорога особенно остро нуждается в повышении тарифов и господдержке, а значит, её финансовое положение во многом зависит от политических решений.

Вторая ошибка — думать, что всё, что хорошо для железной дороги, хорошо и для всех, кто с ней связан. Если монополия добивается повышения тарифов, её облигации становятся надёжнее, но грузоотправители платят больше, и их прибыль снижается. Если государство вкладывает деньги в расширение Восточного полигона, выигрывают порты на Дальнем Востоке, но могут проиграть порты на Балтике, куда пойдёт меньше грузов. В железнодорожной системе выигрыш одного участника нередко означает проигрыш другого.

Вернёмся к Игорю, который всё-таки дождался своих вагонов. Они ушли в понедельник, через три дня после планового срока, и прибудут в Новосибирск с опозданием почти на неделю. Его клиент, магазинная сеть, уже успел позвонить и спросить, не стоит ли в следующий раз заказать доставку фурами. Игорь объясняет, что фуры дороже, и предлагает заранее закладывать в план задержки на период ремонтов. Он думает о том, что в его небольшом мире железная дорога одновременно незаменима и непредсказуема, а значит, это и есть настоящая естественная монополия.

Алина, которой он вечером пересказывает эту историю, задаёт неожиданно точный вопрос. Если железная дорога одна и все зависят от неё, почему она не берёт с клиентов столько, сколько захочет? Игорь смеётся и говорит, что на этот вопрос можно отвечать целый вечер. Цены на перевозку утверждает государство, и правила их расчёта занимают сотни страниц. Он сам каждый год получает письмо об их индексации и каждый раз пересчитывает бюджет своего отдела.

Представим себе условный расчёт, чтобы увидеть, насколько масштабна железнодорожная монополия по сравнению с частными игроками. Допустим, её годовая выручка от грузовых перевозок составляет около двух триллионов рублей, а выручка нашей «Ветлужской вагонной компании» с сорока тысячами вагонов — двадцать шесть миллиардов рублей скорректированной выручки. Получается, что монополия зарабатывает на перевозках примерно в восемьдесят раз больше одного крупного оператора. При этом грузоотправитель, который везёт груз в вагоне «Ветлужской», платит деньги обеим компаниям: одной за инфраструктуру и тягу, другой за вагон.

Этот расчёт показывает, что для любого частного игрока железная дорога — это среда обитания, а не конкурент. Решения монополии о тарифах, ремонтах, расширении сети и правилах очерёдности влияют на всех операторов, порты и грузоотправителей одновременно. Частные компании могут конкурировать между собой за клиентов, но не могут изменить правила самой сети. Поэтому любой анализ частной транспортной компании, связанной с железной дорогой, стоит начинать с вопроса о том, что в ближайшие годы произойдёт с сетью.

Полезно отслеживать несколько вещей, которые подскажут, куда движется монополия. Во-первых, решения правительства по долгосрочной тарифной политике и ежегодной индексации, а во-вторых, утверждённую инвестиционную программу и её изменения в течение года. В-третьих, ход ключевых проектов расширения сети, прежде всего на востоке и на подходах к

портам. В-четвёртых, отчёты монополии о погрузке и грузообороте, о которых мы говорили во второй главе. Вместе эти сведения дают картину, на фоне которой живут все остальные игроки.

Стоит упомянуть и о том, как деятельность монополии отражается в её отчётности, которую она публикует как эмитент облигаций. Там можно найти выручку по видам перевозок, расходы на содержание инфраструктуры, объём капитальных вложений, долговую нагрузку и государственные субсидии. Для держателя облигаций особенно важны соотношение долга и операционной прибыли, а также доля инвестиций, профинансированных заёмными деньгами. Если долг растёт быстрее операционной прибыли несколько лет подряд, это сигнал о том, что запас прочности компании сокращается, даже если её дефолт по-прежнему маловероятен.

Для большинства частных инвесторов эта картина будет фоном, а не предметом прямых вложений. Однако без неё невозможно понять, почему вагонный оператор вдруг удвоил прибыль, а порт на Балтике потерял треть грузов. Железная дорога в этом смысле похожа на погоду для сельского хозяйства: напрямую в неё не вложишься, но ни одно решение без прогноза принимать не стоит. Инвестор, который следит за решениями о сети, получает преимущество перед теми, кто смотрит только на котировки. Достаточно раз в месяц просматривать новости о тарифах, ремонтах и проектах расширения, чтобы не пропустить главное.

В этой главе мы разобрались, что железная дорога — классическая естественная монополия, в которой одна сеть обслуживает всех клиентов. Мы увидели, как реформа 2000-х годов разделила отрасль на инфраструктуру и тягу, оставшиеся в руках государства, и рынок вагонов, где конкурируют частные операторы. Мы поговорили о пропускной способности и узких местах, об огромной инвестиционной программе монополии и источниках её финансирования, о многочисленных ролях государства и социальной нагрузке пассажирских перевозок. Главный вывод для инвестора состоит в том, что монополия задаёт условия для всех остальных игроков, а участвовать в ней напрямую можно только через облигации.

На следующее утро Игорь находит в почте то самое письмо, о котором говорил Алине. В нём сообщается, что с нового года тарифы на грузовые перевозки будут проиндексированы, и к письму приложена таблица с процентами по разным видам работ. Игорь открывает бюджет своего отдела и начинает пересчитывать стоимость доставки по основным направлениям. Ему кажется, что в этот раз рост больше, чем ожидалось, и он решает наконец разобраться, кто и по какой формуле вычисляет эти проценты. Устройству железнодорожных тарифов посвящена следующая глава.

Глава 4. Тариф как цена за километр

Письмо приходит в конце ноября, как и каждый год. Финансовый директор компании пересылает Игорю короткое сообщение о том, что с нового года железнодорожные тарифы на перевозку грузов вырастут, и просит к пятнице прислать обновлённый бюджет транспортных расходов. Игорь открывает таблицу, в которой расписаны основные направления отгрузок: Новосибирск, Омск, Красноярск, Пермь, Тюмень. Против каждого направления стоит стоимость перевозки одного вагона, и теперь каждую цифру нужно умножить на коэффициент роста. Через полчаса он видит, что транспортный бюджет на следующий год вырастет на сумму, сопоставимую с годовой зарплатой трёх его сотрудников.

Самое неприятное для Игоря в этой ситуации — полное отсутствие выбора. Если поставщик упаковки поднимает цены, можно найти другого поставщика. Если транспортная компания по городу дорожает, можно позвать конкурента. С железнодорожным тарифом так не получится: он одинаков для всех, его утверждает государство, и торговаться о нём бесполезно. Игорь может только перенести часть отгрузок на фуры, если на каком-то направлении это станет выгоднее, но большую часть грузов всё равно придётся везти по рельсам.

Для инвестора тариф важен ничуть не меньше, чем для грузоотправителя. Тариф определяет выручку железнодорожной монополии, затраты угольщиков, металлургов и химиков, загрузку портов и конкурентоспособность российского экспорта на мировых рынках. Каждое решение об индексации перераспределяет десятки и сотни миллиардов рублей между отраслями. В этой главе мы разберёмся, как устроен железнодорожный тариф, кто и как его меняет и что эти изменения означают для разных компаний.

Начнём с самого документа, в котором записаны правила расчёта стоимости перевозки. Он называется Прейскурант № 10-01 и был утверждён в 2003 году, одновременно с созданием государственной железнодорожной компании. Это толстый сборник правил, таблиц и коэффициентов, по которым можно вычислить плату за перевозку любого груза между любыми двумя станциями сети. С тех пор прейскурант много раз дополнялся и уточнялся, но его базовая логика сохранилась.

Удобно представить себе прейскурант как меню в ресторане с очень сложной системой цен. Базовая цена блюда зависит от того, что вы заказали, сколько порций и на какое расстояние вам его доставят. Затем к базовой цене применяются надбавки и скидки: за сезон, за постоянство заказов, за особые условия. Наконец, итоговую сумму каждый год умножают на коэффициент индексации, который меняет все цены разом. Чтобы понять итоговый счёт, нужно знать и само меню, и все применённые к нему поправки.

Тариф по прейскуранту складывается из нескольких составляющих. Первая — плата за использование инфраструктуры, то есть путей, станций, систем управления движением. Вторая — плата за тягу, то есть за работу локомотива и локомотивной бригады. Третья — плата за вагон, если груз едет в вагоне самой монополии. Поскольку сейчас подавляющее большинство вагонов принадлежит частным операторам, грузоотправитель обычно платит монополии только первые две составляющие, а за вагон рассчитывается с оператором по рыночной ставке.

Такое разделение объясняет, почему у Игоря в бюджете две разные строки по железнодорожным перевозкам. Одна строка — тариф монополии, который растёт раз в год по решению государства и почти предсказуем. Другая строка — ставка оператора за вагон, которая меняется каждый месяц в зависимости от рынка и может за год вырасти вдвое. Новички иногда путают эти две величины и удивляются, почему перевозка подорожала намного сильнее, чем объявленная индексация тарифов. Ответ почти всегда кроется в вагонной составляющей, о которой мы поговорим в пятой главе.

Важнейший параметр тарифа — расстояние перевозки груза. Плата за перевозку растёт вместе с расстоянием, но не пропорционально. Каждый следующий километр стоит немного дешевле предыдущего, поэтому тонна груза, перевезённая на четыре тысячи километров, обходится не в четыре раза дороже, чем на тысячу километров, а заметно меньше. Такая схема называется дифференциацией по дальности и поддерживает дальние перевозки, без которых экономика огромной страны не могла бы работать.

Посмотрим на условные цифры, чтобы почувствовать этот эффект. Допустим, перевозка тонны груза на тысячу километров обходится в тысячу рублей. На две тысячи километров та же тонна может стоить не две тысячи, а около тысячи восьмисот рублей, а на четыре тысячи километров — около трёх тысяч рублей. В расчёте на километр дальняя перевозка оказывается почти на четверть дешевле короткой. Это одна из причин, почему из Сибири выгодно возить уголь к далёким портам, а не только на ближайшие электростанции.

Отдельные правила действуют для контейнеров. Плату за их перевозку обычно рассчитывают не за тонну, а за контейнер определённого размера, гружёный или порожний. Такой подход проще для клиента и ближе к мировой практике, где контейнер считается единицей груза. Для компании Игоря, которая возит бытовую технику в контейнерах из Китая, это означает, что тяжёлые холодильники и лёгкие пылесосы в контейнере одного размера обходятся примерно одинаково, и выгоднее загружать контейнер как можно плотнее.

Ещё один параметр — тип отправки. Груз может ехать маршрутом, то есть целым поездом от одной станции до другой, группой вагонов или одиночным вагоном. Маршрутная отправка дешевле в расчёте на тонну, потому что поезд не нужно разбирать и собирать на сортировочных станциях. Одиночный вагон, как вагоны Игоря, обходится дороже и идёт дольше, ведь по пути его несколько раз отцепляют и прицепляют к разным составам. Крупные угольщики и металлурги почти всегда отправляют маршрутами, а небольшие компании вынуждены платить больше.

Теперь перейдём к одной из самых важных и самых спорных особенностей российского тарифа — к классам грузов. Все грузы в прейскуранте разделены на три тарифных класса. К первому классу относятся массовые и дешёвые грузы: уголь, руда, строительные материалы, некоторые виды сырья. Ко второму — грузы средней стоимости, например многие металлы и нефтепродукты. К третьему — дорогие грузы с высокой добавленной стоимостью: химическая продукция, автомобили, многие готовые изделия.

Смысл деления на классы в том, что за перевозку грузов разных классов берут разную плату за инфраструктуру. Грузы первого класса везут со скидкой к базовому уровню, а грузы третьего класса — с надбавкой. В результате тонна угля обходится грузоотправителю заметно дешевле, чем тонна химической продукции на то же расстояние, хотя рельсы, шпалы и диспетчеры для обоих грузов одинаковы. Логика такого решения уходит корнями в советскую экономику, где низкие тарифы на сырьё поддерживали тяжёлую промышленность.

Сторонники такой системы говорят, что она помогает развивать удалённые сырьевые регионы и сохранять рабочие места в угольных и горнодобывающих городах. Противники отвечают, что она искажает экономику: производители дорогой продукции платят за чужие перевозки и теряют конкурентоспособность, а сырьевики получают скрытую поддержку, которую трудно оценить и проконтролировать. Обе стороны по-своему правы, и поэтому реформа классов грузов обсуждается много лет, но проводится очень осторожно и небольшими шагами.

Такую систему называют перекрёстным субсидированием: одни клиенты платят больше реальной стоимости услуги, чтобы другие могли платить меньше. Внутри грузового тарифа производители дорогой продукции фактически дотируют угольщиков и строителей. Кроме того, как мы говорили в третьей главе, грузовые перевозки в целом долгие годы покрывали часть убытков пассажирских. Получается двойное перекрёстное субсидирование, и любое изменение в нём затрагивает интересы целых отраслей.

Для инвестора классы грузов важны по двум причинам. Во-первых, они объясняют, почему для угольщиков железнодорожный тариф хоть и низок в расчёте на тонну, но занимает огромную долю в себестоимости, ведь сам уголь стоит недорого. Во-вторых, время от времени государство обсуждает изменение коэффициентов для разных классов. Если коэффициенты для первого класса повышают, угольщики теряют, а производители химии выигрывают, и наоборот. Такие решения редко попадают в заголовки, но для конкретных компаний значат больше, чем общая индексация.

Перейдём к ежегодной индексации, которая и вызвала письмо в почте Игоря. Каждый год правительство вместе с антимонопольной службой решает, на сколько процентов изменятся тарифы со следующего года. Решение готовится несколько месяцев: монополия представляет расчёты своих потребностей, министерства экономики и транспорта высказывают свои позиции, крупные грузоотправители через отраслевые союзы доказывают, что их экспорт не выдержит роста затрат. Итоговую цифру обычно объявляют осенью.

Индексация применяется ко всему прейскуранту сразу, то есть все тарифы умножаются на один и тот же коэффициент. Иногда к общей индексации добавляются отдельные надбавки, например на капитальный ремонт инфраструктуры или на конкретные инвестиционные проекты. Тогда итоговый рост тарифа складывается из нескольких частей, и в официальных сообщениях можно встретить формулировки вроде «индексация на столько-то процентов плюс надбавка ещё на столько-то». Внимательный инвестор всегда складывает все части, чтобы понять полный рост.

Где инвестору заранее узнать о предстоящей индексации? Параметры роста тарифов инфраструктурных монополий на ближайшие годы закладываются в прогноз социально-экономического развития, который министерство экономического развития готовит каждую осень вместе с проектом бюджета. Там указаны ожидаемые проценты индексации для железной дороги, газа и электросетей. Окончательное решение принимается позже и может отличаться от прогноза, но первая цифра обычно становится известна за несколько месяцев до начала года.

Рынок, как правило, реагирует на тарифные новости ещё до официального решения. Когда в прессе появляются сообщения о том, что монополия просит индексацию выше ожидаемой, акции угольных компаний и других крупных грузоотправителей могут снижаться, а облигации монополии немного дорожать. Когда же правительство объявляет итоговую цифру, она нередко оказывается компромиссом между просьбой монополии и позицией промышленности. Опытные инвесторы следят не столько за самой цифрой, сколько за тем, насколько она отличается от ожиданий.

Основным ориентиром для индексации служит инфляция. Если цены в экономике растут на пять процентов в год, а тарифы монополии стоят на месте, её реальные доходы сокращаются, и денег на ремонт и развитие сети становится меньше. Если тарифы растут быстрее инфляции, монополия богатеет, а грузоотправители беднеют. Государству приходится искать баланс, при котором железная дорога остаётся работоспособной, а экспортёры сохраняют конкурентоспособность.

В разные годы правительство по-разному решало эту задачу. В периоды, когда главной целью было снижение инфляции и поддержка промышленности, применялся принцип «инфляция минус»: тарифы инфраструктурных монополий индексировались на величину ниже прогнозной инфляции. Был даже год, когда грузовые тарифы заморозили полностью. Такой подход сдерживал рост цен в экономике, но копил проблемы у самой монополии, которой не хватало денег на обновление сети.

Позже государство стало переходить к долгосрочным тарифным решениям. Их идея состоит в том, чтобы заранее, на несколько лет вперёд, определить формулу индексации, например «прогнозная инфляция плюс фиксированная надбавка на ремонт». Долгосрочная формула даёт монополии и грузоотправителям предсказуемость: компания может планировать

инвестиции, а клиенты — свои бюджеты. Однако на практике формулы нередко корректировались в зависимости от экономической ситуации, и предсказуемость оказывалась не такой уж полной.

Удобно сравнить долгосрочную тарифную формулу с договором аренды квартиры с ежегодным повышением платы. Если в договоре записано, что плата каждый год растёт на уровень инфляции плюс два процента, и арендатор, и хозяин могут спокойно планировать бюджет. Однако если хозяин в трудный год требует пересмотра условий, а арендатор в кризис просит скидку, договор начинает меняться, и уверенность обеих сторон слабеет. Примерно так живут долгосрочные тарифные решения в железнодорожной отрасли.

Кроме общей индексации, в тарифной системе есть инструменты тонкой настройки. Главный из них — тарифный коридор, то есть право монополии в определённых пределах повышать или снижать тариф для отдельных грузов и направлений. С помощью коридора монополия может, например, дать скидку на перевозку грузов в обход перегруженных участков или поднять тариф на направлениях, где спрос превышает возможности сети. Решения о применении коридора принимаются по установленной процедуре и публикуются.

Скидки в рамках коридора часто используются для того, чтобы удержать грузы, которые могут уйти на другой вид транспорта. Например, если на каком-то направлении фуры становятся дешевле поезда, монополия может снизить тариф для контейнеров или зерна, чтобы сохранить объёмы. Скидки бывают и стимулирующими, когда монополия предлагает пониженный тариф за гарантированный рост объёмов. Для грузоотправителя такая скидка может составлять заметную часть транспортных расходов.

Надбавки, напротив, применяются там, где спрос на перевозку превышает возможности сети. Самый известный пример — надбавки на перевозку по направлениям, которые требуют инвестиций в расширение. Грузоотправители, которые хотят гарантированно получить пропускную способность, соглашаются платить больше. Иногда используется и сезонная надбавка, когда в пиковые месяцы тариф для отдельных грузов повышается. Всё это делает реальную стоимость перевозки для конкретной компании отличной от базовой цифры из прейскуранта.

Ещё один инструмент — долгосрочные договоры с крупными грузоотправителями по принципу «бери или плати». Компания обязуется отправить определённый объём груза по согласованному тарифу, а монополия — предоставить для этого пропускную способность. Если компания отправила меньше, она всё равно платит за невыполненный объём. Такие договоры дают монополии гарантированную выручку под инвестиции, а грузоотправителю — уверенность в доступе к сети.

Посмотрим на условный пример такого договора. Допустим, угольная компания обязуется в течение пяти лет отправлять в дальневосточные порты по двадцать миллионов тонн угля в год, а монополия гарантирует ей пропускную способность под этот объём. Если в каком-то году компания отправит только шестнадцать миллионов тонн, ей придётся заплатить за недостающие четыре миллиона тонн так, будто они были перевезены. Для угольщика это дополнительный риск в годы низких цен, а для инвестора в его акции — ещё одно обязательство, которое стоит искать в примечаниях к отчётности.

Теперь перейдём к тому, как тариф влияет на грузоотправителей, и начнём с самых зависимых от него — угольщиков. Уголь — дешёвый товар, который нужно везти очень далеко: из Кузбасса до портов Балтики или Дальнего Востока. Поэтому в себестоимости экспортного угля железнодорожная перевозка занимает огромную долю. В зависимости от направления, качества угля и мировых цен на перевозку по рельсам может приходиться от трети до половины всей цены угля в порту.

Посмотрим на условном примере, что это означает. Допустим, тонна энергетического угля в порту продаётся за девяносто долларов, или восемь тысяч сто рублей при нашем условном курсе. Перевозка до порта, включая тариф монополии и плату оператору за вагон, обхо-

дится в три тысячи шестьсот рублей, перевалка в порту — пятьсот сорок рублей, добыча и обогащение — три тысячи рублей. Остаётся девятьсот шестьдесят рублей прибыли на тонну до налогов и прочих расходов, то есть около двенадцати процентов от цены.

Теперь представим, что из-за индексации тарифа и подорожания вагонов вся стоимость перевозки выросла на десять процентов, а остальные цифры не изменились. Стоимость перевозки увеличится на триста шестьдесят рублей, и прибыль на тонну упадёт с девятисот шестидесяти до шестисот рублей, то есть больше чем на треть. Если одновременно мировые цены на уголь снизятся на десять процентов, до восьмидесяти одного доллара, выручка на тонну сократится на восемьсот десять рублей, и угольщик окажется в убытке. Так тариф, который для государства выглядит скромной индексацией, для отдельной отрасли может стать вопросом выживания.

Именно поэтому споры о тарифах между монополией и угольщиками ведутся годами и бывают очень острыми. Угольная отрасль просит заморозить тарифы или дать скидки на экспортные направления, монополия настаивает на том, что без роста тарифов не сможет расширять сеть, по которой этот же уголь и возят. В трудные для угольщиков годы государство иногда шло на временные послабления, а в годы высоких цен на уголь, наоборот, не видело причин для скидок. Для инвестора в угольные компании тарифные решения — один из главных факторов риска.

Металлурги, химики и производители удобрений тоже чувствуют рост тарифов, но в меньшей степени, потому что их продукция дороже и доля транспорта в цене ниже. Для металлурга перевозка может составлять несколько процентов от цены стали, для производителя удобрений — заметную, но не решающую долю. Экспортная логистика удобрений подробно разобрана в книге «Химия и удобрения», поэтому здесь отметим лишь общий принцип: чем дешевле товар в расчёте на тонну и чем дальше его везут, тем сильнее компания зависит от тарифа.

Важно и то, может ли грузоотправитель переложить рост тарифа на покупателей. Экспортёры угля, металлов и удобрений продают товар по мировым ценам и почти не могут поднять их из-за роста своих затрат, поэтому весь рост тарифа ложится на их прибыль. Производители цемента, щебня и других товаров для внутреннего рынка иногда могут частично перенести рост затрат в цену, особенно если у их конкурентов те же расходы на перевозку. Чем слабее у компании возможность повышать цены, тем сильнее тариф бьёт по её прибыли.

Для таких грузоотправителей, как компания Игоря, тариф важен, но не критичен. Холодильник стоит десятки тысяч рублей, и доля железнодорожной перевозки в его цене составляет единицы процентов. Рост тарифа на десять процентов для компании Игоря означает рост цены холодильника на доли процента. Однако даже эти доли процента складываются в заметную сумму для транспортного бюджета, и именно поэтому Игорь каждый год внимательно пересчитывает свои расходы.

У грузоотправителей есть и законные способы защищать свои интересы помимо переговоров о скидках. Если компания считает, что монополия неправильно применила тариф или установила необоснованную надбавку, она может обратиться в антимонопольную службу или в суд. Крупные отраслевые союзы регулярно участвуют в обсуждении тарифных решений и публикуют свои расчёты. Для инвестора такие споры служат полезным источником информации о том, какие отрасли сильнее всего страдают от тарифов и насколько остро стоит вопрос.

Теперь посмотрим на тариф с другой стороны, глазами самой монополии. Грузовые перевозки дают основную часть её выручки, около трёх четвертей. Поэтому индексация тарифов на один процентный пункт означает прибавку к выручке в десятки миллиардов рублей. Если при этом расходы растут медленнее тарифов, прибыль монополии увеличивается заметно быстрее выручки, а значит, улучшается её способность обслуживать долг и финансировать инвестиции.

Оценим масштаб на условных цифрах. Если грузовая выручка монополии составляет около двух триллионов рублей в год, то каждый процент индексации добавляет к ней примерно двадцать миллиардов рублей. Индексация на восемь процентов вместо шести означает разницу в сорок миллиардов рублей выручки, а при неизменных расходах почти вся эта сумма переходит в операционную прибыль. Для сравнения, сорок миллиардов рублей — это больше, чем годовая скорректированная выручка нашей «Ветлужской вагонной компании». Неудивительно, что за каждый процент индексации идёт настоящая борьба.

Однако у монополии своя структура затрат, и она тоже растёт. Зарплаты сотрудников, электроэнергия для тяги, дизельное топливо, рельсы, шпалы, ремонт локомотивов — всё это дорожает вместе с инфляцией, а иногда быстрее неё. Если тарифы индексируются на уровне инфляции, а расходы монополии растут быстрее, её финансовое положение ухудшается. Поэтому при каждом обсуждении индексации монополия приводит расчёты того, сколько ей нужно для простого поддержания сети в рабочем состоянии.

Здесь пора развеять распространённый миф. Он звучит так: рост тарифа всегда хорош для транспортной отрасли, ведь перевозчики начинают больше зарабатывать. На самом деле от роста тарифа выигрывает прежде всего монополия, а остальным участникам он чаще вредит. Вагонные операторы не получают от роста тарифа ни рубля, ведь их доход — плата за вагон, а не за инфраструктуру. Порты могут потерять грузы, если угольщики сократят экспорт из-за выросших затрат.

Более того, слишком высокий тариф способен уменьшить общий объём перевозок. Если для какого-то груза перевозка по железной дороге становится невыгодной, его либо перестают отправлять, либо переводят на другие виды транспорта. Монополия в таком случае получает более высокий тариф с меньшего объёма и в итоге может потерять в выручке. Экономисты называют это эластичностью спроса: чем легче клиентам отказаться от услуги, тем осторожнее нужно повышать цену.

Похожая ошибка встречается при оценке влияния тарифа на инфляцию. Некоторые инвесторы считают, что рост железнодорожных тарифов сразу и сильно разгоняет цены в магазинах. На деле доля железнодорожной перевозки в цене большинства потребительских товаров невелика, и прямой эффект индексации на инфляцию обычно измеряется десятыми долями процента. Косвенный эффект через подорожание угля, металла и стройматериалов растягивается во времени и смешивается с другими факторами. Поэтому тарифные решения важнее для отдельных отраслей, чем для экономики в целом.

Для держателя облигаций монополии рост тарифа, наоборот, обычно хорошая новость. Чем выше тарифы, тем больше у компании денег на обслуживание долга и тем ниже кредитный риск. Однако и здесь есть оговорка: если тарифы растут медленнее, чем инвестиции и долг, само по себе повышение не улучшает положение компании. Держателю облигаций важна не сама индексация, а её соотношение с ростом расходов и долговой нагрузки.

Чтобы связать все эти рассуждения, проделаем сценарный расчёт для условного угольного грузоотправителя, который экспортирует десять миллионов тонн угля в год. Возьмём уже знакомые цифры: цена в порту восемь тысяч сто рублей за тонну, перевозка три тысячи шестьсот рублей, перевалка пятьсот сорок рублей, добыча и обогащение три тысячи рублей. При таких условиях прибыль до прочих расходов составляет девятьсот шестьдесят рублей на тонну, или девять миллиардов шестьсот миллионов рублей в год.

Для простоты будем считать, что тариф монополии и вагонная составляющая в каждом сценарии меняются на один и тот же процент. В первом сценарии стоимость перевозки растёт на пять процентов, а прочие условия неизменны. Расходы на перевозку увеличиваются на сто восемьдесят рублей на тонну, и прибыль снижается до семисот восьмидесяти рублей на тонну, или до семи миллиардов восьмисот миллионов рублей в год. Падение составляет около девятнадцати процентов, хотя тариф вырос всего на пять процентов. Это пример того, как высокая

доля транспорта в себестоимости превращает умеренный рост тарифа в заметное снижение прибыли.

Во втором сценарии тарифы растут на десять процентов, а рубль одновременно ослабевает с девяноста до девяноста девяти рублей за доллар, то есть на десять процентов. Цена угля в порту в рублях вырастает до восьми тысяч девятисот десяти рублей, перевалка, которая привязана к доллару, — до пятисот девяноста четырёх рублей. Перевозка подорожает до трёх тысяч девятисот шестидесяти рублей, добыча останется на уровне трёх тысяч рублей. Прибыль на тонну составит восемь тысяч девятьсот десять минус три тысячи девятьсот шестьдесят, минус пятьсот девяносто четыре, минус три тысячи, то есть тысячу триста пятьдесят шесть рублей.

Получается, что во втором сценарии, несмотря на рост тарифа на десять процентов, прибыль угольщика выросла на сорок с лишним процентов, до тринадцати миллиардов шестисот миллионов рублей в год. Причина в том, что рублёвые затраты на перевозку растут медленнее, чем рублёвая цена экспортного товара при ослаблении валюты. Этот расчёт показывает, что для экспортёров индексация тарифов и курс рубля действуют вместе, и анализировать их по отдельности бессмысленно.

В третьем сценарии всё складывается против грузоотправителя: тарифы растут на десять процентов, рубль укрепляется до восьмидесяти рублей за доллар, а цена угля в порту остаётся девяносто долларов. Рублёвая цена падает до семи тысяч двухсот рублей, перевалка — до четырёхсот восьмидесяти рублей, перевозка дорожает до трёх тысяч девятисот шестидесяти рублей. Прибыль на тонну составит семь тысяч двести минус три тысячи девятьсот шестьдесят, минус четыреста восемьдесят, минус три тысячи, то есть минус двести сорок рублей. Угольщик работает в убыток и начинает сокращать отгрузки на самых дальних направлениях.

Что этот третий сценарий означает для остальных участников цепочки? Монополия получает более высокий тариф, но с меньшего объёма, потому что угольщик сокращает экспорт. Вагонные операторы видят снижение спроса на полувагоны, ставки на них начинают падать. Порты, работающие с углём, теряют грузы и загрузку мощностей. Получается, что решение о тарифе, принятое ради монополии, при неблагоприятном курсе бьёт по всей цепочке.

Из этих сценариев следует практический вывод для инвестора. Новость об индексации тарифов сама по себе почти ничего не говорит о будущем транспортных и сырьевых компаний. Важно понимать, какую долю тариф занимает в затратах конкретного грузоотправителя, как его товар зависит от мировых цен и курса и сможет ли он перенести рост затрат на покупателей. Только сопоставив все эти факторы, можно оценить, кто выиграет, а кто проиграет от очередного тарифного решения.

Полезно составить для себя простую карту тарифной чувствительности компаний, которые вы держите или собираетесь купить. Для каждой из них достаточно ответить на три вопроса: какую долю выручки съедает железнодорожная перевозка, продаёт ли компания товар по мировым ценам или на внутреннем рынке и какой у неё запас рентабельности. Угольщик с долей транспорта в сорок процентов и рентабельностью десять процентов окажется на одном краю карты, производитель химии с долей транспорта в пять процентов и рентабельностью двадцать пять — на другом. Такая карта за минуту подскажет, на какие бумаги стоит смотреть внимательнее после каждого тарифного решения. Обновлять её достаточно раз в год, после выхода годовой отчётности.

Стоит помнить и о том, что тарифная система постоянно обсуждается и может меняться. Время от времени появляются предложения перейти к новой структуре прейскуранта, изменить коэффициенты для классов грузов, ввести особые тарифы для отдельных направлений или для контейнеров. Правила могут меняться, поэтому, анализируя конкретную компанию, полезно сверяться с актуальными решениями правительства и антимонопольной службы, а не опираться на цифры прошлых лет.

Вернёмся к Игорю, который всё-таки закончил пересчёт бюджета к пятнице. Транспортные расходы компании на следующий год выросли меньше, чем он опасался, потому что по двум направлениям он перевёл часть отгрузок на фуры, а по одному договорился о маршрутной отправке вместе с соседним складом. Финансовый директор остался доволен, хотя и попросил подумать, нельзя ли сократить расходы ещё сильнее, например за счёт более плотной загрузки каждого вагона. Игорь пообещал подумать, но знал, что главная статья его расходов растёт совсем не из-за тарифа монополии.

В этой главе мы разобрали, как устроен железнодорожный тариф. Мы узнали о прейскуранте, о составляющих тарифа и о том, почему плата за перевозку растёт медленнее расстояния. Мы увидели, как деление грузов на классы создаёт перекрёстное субсидирование, как ежегодная индексация ориентируется на инфляцию и какие инструменты позволяют монополии гибко менять тарифы для отдельных грузов. Главное, что стоит запомнить: рост тарифа выгоден прежде всего монополии и её кредиторам, а для остальных участников цепочки его последствия зависят от курса, мировых цен и доли транспорта в себестоимости.

Через неделю Игорь звонит своему постоянному вагонному оператору, чтобы заказать вагоны на январь. Менеджер оператора называет ставку, и Игорь едва не роняет трубку: за один вагон в сутки ему предлагают заплатить почти вдвое больше, чем год назад. Менеджер спокойно объясняет, что вагонов на рынке не хватает и что желающих заплатить такую цену достаточно. Игорь понимает, что настоящий рост его расходов скрывается не в тарифе монополии, а в цене вагона. О том, как устроен рынок вагонов и почему ставки на нём так скачут, мы поговорим в следующей главе.

Глава 5. Вагон как бизнес

Разговор с менеджером вагонного оператора длится не больше пяти минут, но Игорь вспоминает его весь вечер. Год назад крытый вагон под его бытовую технику стоил тысячу двести рублей в сутки, теперь ему называют цену почти вдвое выше и предупреждают, что свободных вагонов на январь осталось немного. Игорь пробует торговаться, ссылается на многолетнее сотрудничество, но слышит вежливый ответ, что у оператора длинная очередь из клиентов, готовых заплатить эту цену. Положив трубку, он долго смотрит на таблицу расходов и понимает, что рост тарифа монополии, из-за которого он так переживал неделю назад, выглядит мелочью на фоне этой новости.

Вечером он звонит Алине и рассказывает о случившемся. Алина задаёт вопрос, который кажется ей очевидным: если вагоны так подорожали, может, стоит купить акции тех, кто ими владеет? Игорь задумывается над этим вопросом всерьёз. Он двадцать лет арендует вагоны, но ни разу не смотрел на этот бизнес с другой стороны. Сколько стоит сам вагон, сколько он служит, почему его цена прыгает вдвое за год и не упадёт ли она так же быстро — на все эти вопросы у него нет готовых ответов.

В этой главе мы разберём рынок грузовых вагонов, который возник в России после реформы железнодорожного транспорта. Это один из самых наглядных примеров циклического бизнеса в стране, где за несколько лет высоких доходов приходят несколько лет почти нулевой прибыли. Понимание этого цикла нужно не только тем, кто собирается купить акции операторов, но и всем, кто инвестирует в угольщиков, металлургов, порты и производителей вагонов. Цена вагона влияет на всех них.

Начнём с того, кто такой оператор подвижного состава. Это компания, которая владеет грузовыми вагонами или арендует их и предоставляет грузоотправителям для перевозки грузов. Оператор не владеет рельсами и не водит поезда, это делает монополия. Его задача в том, чтобы подать нужный вагон в нужное место в нужное время, организовать его возврат после выгрузки и следить за его техническим состоянием. По сути, оператор продаёт клиенту не вагон, а гарантию того, что вагон будет под погрузкой точно в срок.

Удобно сравнить вагонного оператора с компанией каршеринга, только для грузов. У каршеринга есть парк машин, которые он сдаёт клиентам на время. Клиент берёт машину в одной точке, пользуется ею и оставляет в другой. Компании нужно следить, чтобы машины не скапливались в одних районах и не исчезали из других, вовремя их заправлять и ремонтировать. Вагонный оператор делает то же самое, только его «машины» весят десятки тонн и путешествуют по стране неделями.

Работа оператора состоит из нескольких частей. Первая — коммерческая: найти клиентов, договориться о ставке и объёмах, составить план перевозок. Вторая — диспетчерская: следить за местонахождением каждого вагона, планировать его следующую погрузку и маршрут порожнего возврата. Третья — техническая: организовывать плановые ремонты, следить за сроками службы, менять колёсные пары и другие изношенные детали. Четвёртая — финансовая: покупать вагоны, привлекать кредиты и лизинг, следить за долгом.

Крупный оператор управляет десятками тысяч вагонов, разбросанных по всей стране. В любой момент часть из них стоит под погрузкой у клиентов, часть едет гружёной, часть возвращается порожней, часть находится в ремонте. Умение эффективно перераспределять вагоны и сокращать их простой — главное конкурентное преимущество оператора. Два оператора с одинаковым парком могут зарабатывать совершенно разные деньги в зависимости от того, насколько ловко они планируют движение вагонов.

Теперь поговорим о том, какие бывают вагоны, потому что рынок каждого типа живёт своей жизнью. Самый массовый тип в России — полувагон, открытый сверху вагон с высокими

бортами. В полувагонах возят уголь, руду, металлолом, прокат, лес и многие другие грузы, которые не боятся дождя и снега. Полувагоны составляют около половины всего грузового парка страны, и именно их ставки чаще всего упоминают в отраслевых новостях.

Второй по значению тип — цистерна. В цистернах возят нефть, нефтепродукты, сжиженные газы, химические жидкости, кислоты и даже пищевые продукты вроде растительного масла. Цистерны сильно различаются по конструкции в зависимости от груза: для бензина нужна одна цистерна, для сжиженного газа — совсем другая, способная выдерживать давление. Поэтому рынок цистерн раздроблен на множество маленьких рынков, и ставки на разные виды цистерн могут двигаться в противоположных направлениях.

Третий тип — платформа, открытый вагон без бортов или с невысокими бортами. Специализированные фитинговые платформы предназначены для перевозки контейнеров, и их рынок тесно связан с импортом и контейнерными перевозками, о которых мы поговорим в двенадцатой главе. Обычные платформы используют для перевозки техники, крупногабаритных грузов, металлоконструкций и леса. С развитием контейнерных перевозок спрос на фитинговые платформы в последние годы заметно вырос.

Четвёртый тип — крытый вагон, похожий на большой ящик на колёсах. В крытых вагонах возят тарно-штучные грузы, которые нужно защищать от погоды: бытовую технику, продукты в упаковке, бумагу, некоторые виды химии. Компания Игоря как раз пользуется крытыми вагонами. Пятый тип — хоппер, вагон с наклонными стенками и люками в днище для быстрой выгрузки сыпучих грузов. Хопперы бывают зерновыми, цементными, минераловозами для удобрений и специальными для пластиковых гранул.

Всего в российском грузовом парке насчитывается более миллиона вагонов, и почти все они принадлежат частным собственникам и лизинговым компаниям. Монополия после реформы сохранила у себя лишь небольшую часть парка, в основном специальные и служебные вагоны. Данные о размере и структуре парка, о его возрасте и средних ставках публикуют отраслевые аналитические компании и объединения операторов. Эти обзоры выходят регулярно и служат главным источником информации для тех, кто следит за рынком.

У разных типов вагонов есть и своя сезонность. Зерновые хопперы нарасхват осенью, после уборки урожая, и простаивают поздней весной. Цементовозы и полувагоны под строительные грузы больше востребованы летом. Цистерны под мазут и уголь для котельных дороже в преддверии отопительного сезона. Операторы с разнообразным парком могут перебрасывать вагоны между сезонными нишами и сглаживать колебания, а узкоспециализированные компании вынуждены мириться с провалами в несезон.

Почему тип вагона так важен для инвестора? Потому что спрос на каждый тип зависит от своих отраслей. Полувагоны следуют за углём и металлургией, цистерны — за нефтепереработкой и химией, фитинговые платформы — за импортом и контейнеризацией, хопперы — за урожаем и строительством. Оператор с парком, состоящим в основном из полувагонов, живёт в угольном цикле, а оператор цистерн может процветать, когда угольщики страдают. Прежде чем покупать акции оператора, нужно понять, из чего состоит его парк.

Перейдём к главному показателю рынка — ставке предоставления вагона. Так называют плату, которую клиент платит оператору за использование вагона. Чаще всего её выражают в рублях за вагон в сутки, но встречаются и другие формы: плата за рейс, за тонну груза или долгосрочная аренда на месяцы и годы. В отраслевой статистике обычно приводят среднюю суточную ставку по каждому типу вагонов, и именно её сравнивают из месяца в месяц.

Из чего же на самом деле складывается эта ставка? В идеальном случае она должна покрывать все затраты оператора на вагон и приносить разумную прибыль. Затраты включают возврат вложенных в вагон денег, проценты по кредитам на его покупку, плановые ремонты, оплату порожнего возврата, расходы на диспетчеров и офис. Однако на практике ставка складывается на рынке и зависит прежде всего от соотношения спроса и предложения. Когда ваго-

нов не хватает, ставка может в разы превышать затраты, а когда их слишком много, опускается ниже затрат.

Посмотрим, как это работает на условном примере. Допустим, новый полувагон стоит четыре миллиона рублей и служит двадцать два года, а ежегодные затраты на его ремонт и обслуживание составляют двести тысяч рублей. Чтобы окупить покупку за двадцать два года без учёта процентов, нужно зарабатывать около ста восьмидесяти тысяч рублей в год на возврат капитала, плюс двести тысяч на обслуживание, то есть около трёхсот восьмидесяти тысяч рублей. Если вагон работает триста тридцать дней в году, минимальная ставка без прибыли и без учёта процентов составит около тысячи ста пятидесяти рублей в сутки.

Если добавить к этому проценты по кредиту и нормальную прибыль, разумная ставка окажется заметно выше, в нашем примере ближе к двум тысячам рублей в сутки. Именно поэтому, когда рыночная ставка на полувагоны опускается до тысячи рублей и ниже, операторы говорят, что работают в убыток. Они продолжают сдавать вагоны, потому что простой обходится ещё дороже, но не покупают новые и откладывают ремонты. Это первый признак того, что рынок находится на дне цикла.

Чтобы почувствовать размах колебаний прибыли, сравним один и тот же полувагон в разные фазы цикла. Допустим, на дне ставка составляет тысячу рублей в сутки, и за триста тридцать рабочих дней вагон приносит триста тридцать тысяч рублей выручки. После двухсот тысяч расходов на обслуживание у оператора остаётся сто тридцать тысяч рублей, чего не хватает даже на возврат вложенного капитала. На пике ставка поднимается до двух тысяч восьмисот рублей, выручка вагона достигает девятисот двадцати четырёх тысяч рублей, а за вычетом тех же расходов остаётся семьсот двадцать четыре тысячи. Разница между дном и пиком составляет более чем пять раз.

Цикл на рынке вагонов устроен довольно просто, но последствия его бывают драматическими. Когда грузов много, а вагонов мало, ставки растут, и операторы начинают зарабатывать огромные деньги. Видя это, они заказывают новые вагоны у заводов, банки и лизинговые компании охотно дают под них деньги. Через год-два заводы выпускают тысячи новых вагонов, и рынок оказывается переполнен. Ставки падают, иногда ниже затрат, и операторы годами ждут, пока избыток парка не рассосётся за счёт списания старых вагонов или роста грузовой базы.

Удобно представить себе этот цикл на примере рынка квартир для посуточной аренды в курортном городе. Когда туристов много, а квартир мало, цены за сутки взлетают, и владельцы богатеют. Видя это, инвесторы покупают новые квартиры под сдачу, застройщики строят новые дома. Через пару лет квартир становится больше, чем туристов, и цены падают ниже той суммы, которая нужна для покрытия ипотеки. Владельцы начинают продавать квартиры, новые дома не строятся, и постепенно рынок возвращается к равновесию.

История российского рынка вагонов знает несколько таких циклов. В конце 2000-х годов, после реформы и в годы бурного роста экономики, ставки были высокими, и операторы массово закупали вагоны. Кризис 2008–2009 годов обрушил грузовую базу, и рынок оказался перенасыщен. В первой половине 2010-х годов избыток парка снова стал хроническим, ставки на полувагоны опускались ниже затрат, а сеть была забита лишними вагонами, которые мешали движению.

Перелом произошёл в середине 2010-х годов, когда были ужесточены правила продления сроков службы вагонов. Старые вагоны, которым раньше продлевали жизнь после капитального ремонта, стали массово списывать. Избыток парка за пару лет сменился дефицитом, и в 2017–2018 годах ставки на полувагоны выросли в несколько раз. Операторы снова начали зарабатывать, а заводы — выпускать новые вагоны на полную мощность. Этот эпизод хорошо показывает, как регулирование может развернуть цикл быстрее, чем изменения в экономике, и почему инвесторы в операторов так внимательно читают решения отраслевых органов.

После 2022 года рынок пережил новые потрясения. Разворот грузопотоков на восток увеличил дальность перевозок и время оборота вагонов, и на некоторое время это поддержало спрос на парк. Затем снижение экспорта угля, ограничения пропускной способности восточных направлений и рост числа новых вагонов привели к тому, что в середине 2020-х годов рынок полувагонов снова оказался в профиците, а ставки на них заметно снизились. В то же время рынки отдельных специализированных вагонов чувствовали себя по-разному.

Теперь поговорим о показателях, которые определяют, сколько вагонов нужно рынку, — о порожнем пробеге и обороте вагона. Почти каждый вагон после выгрузки должен вернуться к месту следующей погрузки, и чаще всего он едет обратно пустым. Например, полувагон привёз уголь из Кузбасса в порт на Балтике и должен вернуться в Кузбасс за новой партией. Обратный путь в несколько тысяч километров вагон проделывает без груза, но за этот путь кто-то должен заплатить.

Порожний пробег — одна из главных статей затрат оператора и одна из главных причин неэффективности железнодорожной системы. Отношение порожнего пробега к гружёному называют коэффициентом порожнего пробега. Для полувагонов, которые возят массовые грузы в одном направлении, этот коэффициент очень высок: на каждый километр с грузом приходится немалая доля километров без груза. Для цистерн он ещё выше, ведь цистерну из-под бензина нельзя загрузить зерном на обратном пути.

Порожний пробег создаёт и географические перекосы. Вагоны скапливаются там, где грузы выгружают, и их не хватает там, где грузы грузят. Например, после выгрузки угля в портах сотни полувагонов одновременно отправляются обратно в Сибирь и занимают пропускную способность, которая могла бы использоваться для гружёных поездов. Монополия иногда вводит ограничения на приём порожних вагонов на отдельные станции, и операторам приходится держать их на отстое, оплачивая стоянку.

Хороший оператор умеет сокращать порожний пробег, подбирая попутные грузы для обратного пути. Если полувагон привёз уголь в порт, а рядом с портом есть завод, которому нужно отправить металлолом в сторону Кузбасса, оператор может загрузить вагон и заработать на обратном рейсе. Такие связки требуют большого клиентского портфеля и хорошей диспетчерской работы. Именно здесь крупные операторы получают преимущество перед мелкими: чем больше клиентов, тем больше возможностей найти попутный груз.

Оборот вагона — это время, за которое вагон совершает полный цикл: погрузка, движение с грузом, выгрузка, возврат к следующей погрузке. Оборот измеряется в сутках и зависит от расстояния, скорости движения поездов, времени простоя на станциях и времени погрузки и выгрузки. Чем быстрее оборот, тем больше рейсов совершает каждый вагон за год и тем меньше вагонов нужно для перевозки того же объёма грузов.

Посмотрим, как оборот влияет на потребность в парке. Допустим, для перевозки определённого объёма угля нужно совершить сто тысяч вагоно-рейсов в месяц, а оборот вагона составляет пятнадцать суток. Значит, за месяц каждый вагон совершает два рейса, и для перевозки нужно пятьдесят тысяч вагонов. Если оборот увеличится до двадцати суток, например из-за перегрузки сети или роста дальности перевозок, каждый вагон будет совершать полтора рейса в месяц, и для того же объёма понадобится около шестидесяти семи тысяч вагонов.

На оборот влияет не только сама железная дорога, но и клиенты. Если грузоотправитель долго грузит вагон или грузополучатель долго его выгружает, вагон простаивает, и оператор теряет деньги. Поэтому в договорах обычно предусмотрены нормативы времени на погрузку и выгрузку и штрафы за их превышение. В периоды дефицита операторы строже следят за простоями и охотнее работают с клиентами, которые быстро освобождают вагоны, а в периоды профицита закрывают глаза на задержки, чтобы удержать клиентов.

Этот пример объясняет парадокс, который удивляет многих новичков. Когда железная дорога работает хуже и поезда ходят медленнее, вагонным операторам становится лучше,

потому что вагонов начинает не хватать и ставки растут. Когда монополия ускоряет движение и сокращает простои, операторы теряют, потому что часть вагонов становится лишней. Интересы операторов и интересы клиентов в этом смысле противоположны, и это ещё одна причина, почему рынок вагонов так сильно колеблется.

Следующая важная тема — срок службы вагона. Каждый вагон имеет нормативный срок службы, установленный заводом-изготовителем и правилами отрасли. Для полувагонов он обычно составляет около двадцати двух лет, для цистерн — больше, около тридцати лет и выше в зависимости от конструкции. По истечении срока вагон должен быть списан или пройти специальную процедуру продления, которая в разные годы то разрешалась, то запрещалась.

Срок службы определяет, сколько вагонов будет выбывать из парка каждый год, а значит, сколько новых нужно будет купить для поддержания его размера. Если в какой-то период было куплено особенно много вагонов, через двадцать с лишним лет их придётся списывать почти одновременно. Аналитики внимательно смотрят на возрастную структуру парка: если большая его часть приближается к предельному возрасту, в ближайшие годы ожидается массовое выбытие и, вероятно, рост ставок.

Продление срока службы — это компромисс между безопасностью и экономикой. Старый вагон после капитального ремонта может ещё поработать несколько лет, и это дешевле, чем покупать новый. Однако старые вагоны чаще ломаются и могут стать причиной аварий. Поэтому регулятор периодически ужесточает или смягчает правила продления, и каждое такое решение сразу меняет баланс спроса и предложения на рынке. Для инвестора в операторов это один из главных регуляторных рисков.

Отдельный сегмент рынка составляют инновационные вагоны. Так называют вагоны нового поколения с повышенной нагрузкой на ось, улучшенными тележками и более длительными интервалами между ремонтами. Такой вагон способен перевезти за один рейс больше груза, чем обычный, и реже отправляется в ремонтное депо. Для оператора это означает больше выручки и меньше затрат на каждый вагон, а для монополии — больше груза на тех же путях.

Однако у инновационных вагонов есть и обратная сторона. Они дороже обычных при покупке, а их ремонт требует специальных запчастей, которые выпускает ограниченное число заводов. В годы, когда производство таких деталей сталкивалось с трудностями, владельцы инновационных вагонов несли дополнительные потери из-за простоев. Кроме того, повышенная нагрузка на ось требует подготовленных путей, а не на всех участках сети такие пути есть. Поэтому преимущества инновационного парка реализуются не всегда в полной мере.

Теперь поговорим о том, как устроена конкуренция на рынке оперирования. Формально операторов в России сотни, от крупных групп с десятками тысяч вагонов до небольших компаний с парком в несколько сотен единиц. Однако основная часть парка сосредоточена у нескольких крупнейших игроков. Первые пять-десять операторов контролируют значительную долю полувагонов и цистерн, а остальной рынок раздроблен.

Крупные операторы бывают двух типов. Первые — независимые, которые зарабатывают на предоставлении вагонов любым клиентам и конкурируют за грузы на открытом рынке. Вторые — кэптивные, то есть принадлежащие крупным грузоотправителям: угольным, металлургическим, нефтяным и химическим компаниям. Кэптивный оператор в первую очередь обслуживает своего владельца и гарантирует ему вагоны в любой ситуации, а свободный парк предлагает рынку.

Для инвестора разница между этими типами существенна. Независимый оператор полностью зависит от рыночной ставки, и его прибыль колеблется вместе с циклом. Кэптивный оператор обычно работает по внутренним ценам с владельцем, и его финансовые результаты стабильнее, но зато он редко бывает публичной компанией. На бирже в основном представлены независимые операторы, и именно их акции так ярко реагируют на изменения ставок.

Между крупными и мелкими операторами есть ещё одно важное различие — устойчивость к спаду. Небольшой оператор, купивший вагоны в кредит на пике цикла, на дне может не выдержать падения ставок и продать парк за долги. Крупные игроки в такие периоды скупают вагоны по низким ценам и увеличивают долю рынка. Поэтому каждый глубокий спад обычно заканчивается консолидацией отрасли, и после него рынок становится ещё более концентрированным.

Крупный размер даёт оператору несколько преимуществ. Во-первых, больше клиентов и больше возможностей подобрать попутный груз, а значит, меньше порожнего пробега. Во-вторых, возможность заключать долгосрочные контракты с крупными грузоотправителями, которые хотят надёжного поставщика вагонов. В-третьих, более дешёвое финансирование, ведь крупной компании проще разместить облигации и получить кредит. В-четвёртых, переговорная сила при покупке новых вагонов и при организации ремонтов.

Долгосрочные контракты заслуживают отдельного внимания. Многие крупные операторы заключают с ключевыми клиентами договоры на несколько лет с фиксированной или привязанной к индексу ставкой. Такие контракты защищают оператора от падения ставок на дне цикла, но лишают его части выгоды на пике. Если на пике цикла у оператора большая доля долгосрочных контрактов по низким ставкам, его прибыль растёт медленнее, чем у конкурентов. На дне ситуация обратная, и долгосрочные контракты становятся спасательным кругом.

Разберём действие таких контрактов на условных цифрах. Допустим, половина парка оператора работает по долгосрочным контрактам со ставкой тысяча восемьсот рублей в сутки, а другая половина — на спотовом рынке, где ставка за год выросла с тысячи пятисот до двух тысяч семисот рублей. Средняя ставка оператора вырастет с тысячи шестисот пятидесяти до двух тысяч двухсот пятидесяти рублей, то есть примерно на тридцать шесть процентов, хотя рыночная ставка выросла на восемьдесят процентов. Если же рынок упадёт с двух тысяч семисот до тысячи двухсот рублей, средняя ставка снизится только до тысячи пятисот рублей, а не обвалится вдвое.

Наконец, поговорим о цене самого вагона, которая живёт своей собственной жизнью. Новый вагон покупают у вагоностроительного завода, и его цена зависит от стоимости стали, литых деталей, колёсных пар, загрузки заводов и спроса со стороны операторов. В годы высоких ставок операторы стремятся купить как можно больше вагонов, заводы работают на полную мощность, и цена вагона растёт. В годы низких ставок заказы падают, и заводы вынуждены снижать цены, чтобы сохранить загрузку.

Цена вагона влияет на оператора двумя путями. Во-первых, она определяет, сколько стоит расширение и обновление парка. Если вагон за несколько лет подорожал вдвое, оператору нужно вдвое больше денег, чтобы заменить списанный вагон новым. Во-вторых, она определяет стоимость уже имеющегося парка, ведь если новые вагоны дорогие, то и старые на вторичном рынке стоят дороже. В результате стоимость активов оператора может расти и падать вместе с циклом.

В последние годы цена нового полувагона в России заметно выросла. В середине 2010-х годов на дне цикла его можно было купить примерно за полтора-два миллиона рублей, а в первой половине 2020-х цены поднимались до нескольких миллионов рублей за вагон. Рост был вызван подорожанием металла, дефицитом литых деталей и колёсных пар, высоким спросом на новый парк. Об экономике вагоностроительных заводов подробно рассказывается в книге «Машиностроение и автопром», здесь важно лишь то, что для оператора цена вагона — это цена входа в бизнес.

Высокая цена нового вагона имеет и положительную сторону для действующих операторов. Если новые вагоны дорогие, то новые игроки неохотно заходят на рынок, а действующие осторожнее расширяют парк. Это замедляет рост предложения и помогает поддерживать ставки. Наоборот, когда вагоны дешевеют, рынок быстро наполняется новыми игроками, и

ставки падают. Поэтому опытные аналитики следят за ценой нового вагона как за одним из индикаторов будущего баланса спроса и предложения.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.