

снижение контроля ОАО РЖД над вагонным парком. Обсуждения того, как и в какой форме это должно быть реализовано, затянулись на полтора года. Не проходило и месяца, чтобы кто-то из участников процесса — монополия, чиновники или частные операторы — не предлагал что-то новое.

Базовая схема продажи ПГК вышла из правительства. Она заключалась в реализации 15% акций в ходе частного размещения, а, затем еще 35% через IPO (примерно по той же схеме продавались акции «Трансконтейнера»). Но в ОАО РЖД с этим не согласились. Представители монополии настаивали на том, что сначала лучше провести размещение, а затем уже искать стратегического инвестора (и бирже, и инвестору были готовы предложить по 25% акций ПГК). Технически ПГК была готова к IPO уже осенью 2010 года, но дискуссии множилось, а решение не принималось. В конце года Минтранс заявил, что ОАО РЖД должно продать не 50%, а 75% акций ПГК, сохранив лишь блокпакет. И снова начались споры, какую долю стоит выставить на IPO, а какую — продавать стратегию.

Минэкономики долго настаивало, чтобы стратегический инвестор был определен в ходе конкурса и затем оплатил контрольный пакет исходя из той цены, которая будет получена в ходе параллельного IPO 25% акций ПГК. Но на этот раз идею не приняло правительство. В конце концов основной вопрос свелся к тому, каким способом продавать 75% акций. В РЖД склонялись к проведению аукциона, но в Минэкономики открыто выступили против. Вместо аукциона министерство предлагало провести конкурс, который минимизирует спекулятивное завышение цены акций, а значит, и стоимости перевозок в дальнейшем. В правительстве аргументы не услышали.

**ПЕРВЫЕ ПРЕТЕНДЕНТЫ** К началу 2011 года о своем интересе к ПГК уже заявили Владимир Лисин, Геннадий Тимченко (оба контролируют крупных железнодорожных операторов Независимую транспортную компанию и «Трансойл» соответственно), крупнейший частный игрок рынка Globaltrans, а также новичок среди лидеров «Нефтетранссервис». Источники «Интерфакса» на рынке утверждали, что акциями ПГК интересуются и серьезные финансовые инвесторы, например ЕБРР и JP Morgan. Информации о других непрофильных претендентах не было, но ходили слухи, что доступ для них на аукцион будет закрыт.

Весной эти слухи подтвердили президент ОАО РЖД Владимир Якунин и министр транспорта Игорь Левитин. В апреле совет директоров ОАО РЖД решил, что покупателем ПГК сможет стать только прибыльная российская компания без государственного участия. Более того, она должна быть участником рынка железнодорожных грузоперевозок, в частности владеть 15 тыс. вагонов и обладать опытом их управления.

Однако и на этом интриги вокруг продажи ПГК не закончились: появились новые претенденты, которые пытались повлиять на условия аукциона. ИГ «Сумма» Зиявудина Магомедова захотела получить ПГК, чтобы дополнить бизнес крупнейшего в России Новороссийского морского торгового



СТРУКТУРА ПАРКА ПГК источник: ПГК.



КАКИЕ ГРУЗЫ ПЕРЕВОЗИТ ПГК (% ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ПЕРЕВОЗКИ КОМПАНИИ В 2010 ГОДУ) источник: ПГК.

порта. Но у группы не было и нет ни вагонов, ни опыта в железнодорожном бизнесе. Нас уверяли, что помочь «Сумме» могут «Альфа-лизинг» или Brunswick Rail (занимаются лизингом подвижного состава). Более того, в августе Brunswick Rail купила небольшую операторскую компанию «Профтранс», что могло трактоваться как подготовка к участию в аукционе (в самой Brunswick Rail такую связь не подтвердили). Однако ни тот, ни другой альянс в конечном итоге не сложились. В августе компания «Спецэнерготранс» Зияда Манасира купила более 13 тыс. вагонов, расширив свой парк до требуемых 15 тыс. вагонов, но заявила, что на аукцион по ПГК не собирается.

Параллельно появились слухи о том, что уже известные реальные претенденты могут создать для участия в аукционе альянсы. Источники ВГ в одной из транспортных компаний рассказывали, что такие переговоры вел Globaltrans, который пытался создать альянс сначала с Геннадием Тимченко, а затем с Владимиром Лисиным. Обоим предпринимателям Globaltrans предлагал создать СП, на которое и купить акции ПГК. Затем партнеру предлагалось внести свои собственные вагоны, а также долю в совместной компании в Globaltrans в обмен на ее акции. В результате Globaltrans, публичная компания, чьи бумаги торгуются в Лондоне, могла стать крупнейшим железнодорожным оператором в мире. В Globaltrans были уверены, что и ОАО РЖД согласилось бы отдать оставшиеся 25% акций ПГК в обмен на бумаги столь ликвидной компании.

Но переговоры провалились. Претенденты предпочли охотиться поодиночке, хотя и предприняли усилия для того, чтобы не допустить к аукциону чужаков. Совладелец Globaltrans Сергей Мальцев в июне обратился к премьеру Владимиру Путину с просьбой зафиксировать в итоговом распоряжении правительства по продаже ПГК невозмож-

ность участия непрофильных компаний. Премьер поддержал требование, согласившись с тем, что сторонний инвестор может угрожать технологии работы ПГК.

**ПЕРВЫЙ ПРОИГРАВШИЙ** Все эти интриги заставили выход финального распоряжения о продаже ПГК, заставив ОАО РЖД, которому доходы от аукциона необходимы в этом году, понервничать. Вместо июня документ появился только в начале августа. К этому моменту ПГК уже отчиталась об итогах работы в первом полугодии 2011 года и стало очевидно, что без переоценки компании не обойтись. Выручка ПГК составила 58,7 млрд руб., чистая прибыль — 10,3 млрд руб. (выручка компании за весь 2010 год составила 98 млрд руб., чистая прибыль — 11,8 млрд руб.). EBITDA оказалась на уровне 20 млрд руб. и также достигла за полугодие уровня всего 2010 года.

На результаты не повлияли даже те события, которые произошли с компанией весной. В марте ПГК покинул Салман Бабаев, вернувшись в ОАО РЖД на пост вице-президента (на рынке это связывали с желанием покупателей снизить стоимость компании). Тогда же совет директоров ПГК позволил частным совладельцам «Русагро-транса» (по неофициальной информации, основным владельцем является советник президента РЖД Владимира Якунина Андрей Крапивин) выкупить допэмиссию компании на 870 млн руб. (допэмиссия была оплачена зерновозами, купленными «Русанскомом» осенью 2010 года у ОАО РЖД). В результате чего ПГК сократила свою долю с 51% до 46% и деконсолидировала результаты «Русагро-транса» из своей отчетности. Кроме того, ПГК без конкурса продала более 8 тыс. платформ для перевозки леса их основному арендатору компании «Транслес» (ее бенефициары неизвестны).

В апреле KPMG оценила 100% акций ПГК в 154 млрд руб., и рынок ждал, что компания существенно подорожает. Аналитики называли стартовую оценку всей ПГК на уровне более 210 млрд руб., отмечая, что реальная рыночная стоимость компании может достигать 280 млрд руб. Однако таких резких изменений не произошло. В распоряжении правительства 100% акций ПГК были оценены в 167 млрд руб. В начале сентября ОАО РЖД объявило условия и дату аукциона: 75% минус две акции ПГК выставят на аукцион 28 октября по стартовой цене 125,5 млрд руб.

Но и эта оценка оказалась в итоге слишком высока. К моменту объявления условий аукциона произошли серьезные изменения на финансовых рынках. Ситуация стала ухудшаться, котировки компаний — падать. Общемировая тенденция спада отразилась и на судьбе ПГК: 27 сентября Globaltrans заявила об отказе от участия в аукционе «в свете нынешней неопределенности на глобальных финансовых рынках».

**ПЕРВЫЕ ПРОГНОЗЫ** К моменту сдачи ВГ в печать претендентов на ПГК оставалось только трое: «Трансойл» Геннадия Тимченко, Независимая транспортная компания (входит в транспортный холдинг UCL Владимира

Лисина), а также две структуры «Нефтетранссервиса» (см стр. 5). Последний претендент, впрочем, тоже под вопросом. «Мы сейчас обдумываем обоснованность покупки ПГК при текущей конъюнктуре финансового рынка, — пояснили в «Нефтетранссервисе». — Даже стартовая цена компании велика. Мы понимаем, как сможем привлечь средства, этот вопрос уже в существенной степени проработан. Но не уверены, что сделка имеет смысл с учетом существующих финансовых и в целом макроэкономических рисков».

ПГК оценена исходя из 5,86 EBITDA 2010 года, тогда как сопоставимый с ней по структуре парка Globaltrans сейчас торгуется примерно в 5,5 EBITDA 2010 года. Впрочем, сама компания провела IPO в мае 2008 года, когда на глобальных рынках уже фиксировали финансовый кризис, исходя из капитализации почти в 10 EBITDA 2007 года. С тех пор в абсолютных цифрах Globaltrans подорожал на 40%, однако по коэффициентам позиции ухудшил, и в последнее время котировки акций компании снижаются.

Источники ВГ видят несколько сценариев дальнейшего развития событий и расходятся во мнениях, насколько предрешены результаты аукциона. Часть участников рынка уверены, что актив достанется Геннадию Тимченко. Источники в нефтяной отрасли утверждают, что уже сейчас между гендиректором «Трансойла» Андреем Гомоном и членом совета директоров компании Игорем Ромашовым (бывший руководитель «Трансойла» и вице-президент «Роснефти») идет спор о том, кто из них возглавит ПГК. Другие собеседники ВГ полагают, что ПГК может получить и Владимир Лисин, превратив в результате свой холдинг UCLH в крупнейшую в России транспортную группу. Сходятся источники «Ъ» лишь во мнении, что «Нефтетранссервис» если и примет участие в торгах, то только номинально.

Независимые эксперты тоже по-разному оценивают последствия продажи ПГК для ОАО РЖД и рынка в целом. Глава департамента исследований железнодорожного транспорта Института проблем естественных монополий Владимир Савчук считает, что с переходом 75% акций ПГК в частные руки ОАО РЖД лишится существенно-го инструмента, позволяющего монополии «реагировать на изменения рынка и зарабатывать адекватные деньги на перевозках». Также эксперт уверен, что ставки за предоставление вагонов под перевозку при этом возрастут. С ним соглашается и начальник управления стратегического развития «Газпромтранса» Андрей Ващенко, оценивая диапазон роста стоимости перевозки в 10–15%. Аналитик ИФК «Метрополь» Андрей Рожков считает, что после перехода ПГК в частные руки на рынке ускорятся процессы консолидации компаний. Андрей Ващенко полагает, что ПГК быстро сможет добиться возможности начать и перевозочную деятельность, закупив локомотивы, и, тем самым превратиться в «мини-РЖД». Если парк ПГК будет поделен между несколькими игроками, влияние на рынок окажется менее радикальным, но все равно новый владелец компании получит возможность стать абсолютным лидером отрасли. ■

**РОССИЙСКИЕ ОПЕРАТОРЫ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Участники российского рынка железнодорожных перевозок всегда были очень закрытыми структурами, и информация о параметрах сделок в отрасли начала появляться лишь в тот момент, когда операторы обратились к международному рынку капитала. Первой такой сделкой стало частное размещение акций «Трансконтейнера», дочернего оператора ОАО РЖД. Оно завершилось в январе 2008 года. Около 15% акций «Трансконтейнера» были проданы за 7,8 млрд руб., то есть вся компания оценена примерно в 52 млрд руб. (около \$2,1 млрд). Основным покупателем стал ЕБРР (9,25%), по 2,5% приобрели Moore Capital Management и GLG Emerging Fund, 0,8% — один из организаторов размещения — «Тройка Диалог». Почти сразу вслед за частным размещением должно было пройти IPO «Трансконтейнера», но ситуация на мировых финансовых рынках продолжала ухудшаться, и ОАО РЖД заморозило эти планы.

Однако владельцев крупнейшего в стране частного оператора подвижного со-

става Globaltrans экономический кризис (к тому времени еще почти не заметный в России) не остановил, и спустя несколько месяцев состоялась первое в отрасли IPO. В начале мая 2008 года Globaltrans разместил в Лондоне около 30%, получив за них \$449 млн. В целом компания была оценена в \$1,548 млрд — примерно посередине объявленного ценового диапазона (один из организаторов, Deutsche Bank, перед IPO оценивал Globaltrans в \$1,6–1,8 млрд). И в этом случае крупнейшим покупателем бумаг стал ЕБРР, купивший около 3% акций.

Относительно удачное размещение Globaltrans заставило участников рынка говорить о возможном скором IPO «Трансконтейнера», однако кризис, резко обваливший российский рынок железнодорожных перевозок уже осенью 2008 года, сорвал планы операторов по привлечению новых инвесторов. Покупатели бумаг Globaltrans вообще оказались в патовой ситуации: котировки компании стремительно падали. На пике снижения в феврале 2009 года они подешевели более чем в 17 раз.

Тем не менее, даже не дождавшись восстановления капитализации, в конце того же года Globaltrans вновь вышла к инвесторам и смогла продать им 11,8% своих акций за \$158,8 млн. Тогда компания была оценена на 13% дешевле, чем в ходе IPO. У терпеливых инвесторов была возможность заработать на этих бумагах: они быстро росли в цене по мере восстановления рынков и железнодорожных перевозок в России, а также после консолидации оператором «Балттранссервиса» в конце 2009 года. На пике роста в апреле 2011 года бумаги

Globaltrans стоили уже на 56% дороже цены размещения. С тех пор они, впрочем, уже снова сильно подешевели.

IPO «Трансконтейнера» состоялось только в ноябре 2010 года, и компания получила уже далеко не такую высокую оценку, как при частном размещении. Бумаги (33,5% акций) были проданы почти по нижней границе ценового диапазона, капитализация «Трансконтейнера» составила всего \$1,32 млрд — на 37% меньше, чем в начале 2008 года. Зато у компании появился новый крупный инвестор, сразу позиционировавший себя как стратегический, — группа FESCO Сергея Генералова, которая приобрела 12,5% акций «Трансконтейнера» за \$138,9 млн. Источники на рынке тогда утверждали, что еще около 3% акций приобрел другой инвестор, владеющий рядом крупных транспортных проектов в России. Котировки акций «Трансконтейнера» также сильно колебались с момента размещения (пик роста наблюдался в конце весны и летом), но сейчас капитализация компании примерно соответствует той, которая была в ходе IPO, — около \$1,32 млрд.



КАК МЕНЯЛАСЬ СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИЙСКИХ ТРАНСПОРТНЫХ КОМПАНИЙ (\$) ИСТОЧНИК: REUTERS.