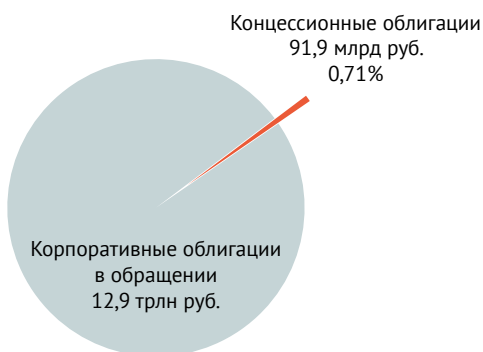


Бонды для инфраструктуры

Состояние рынка концессионных облигаций и прогноз его развития на 2020 год.
Какие еще типы ценных бумаг могут появиться на рынке инфраструктуры?
И каким проектам они могут помочь?

РЕЗЮМЕ

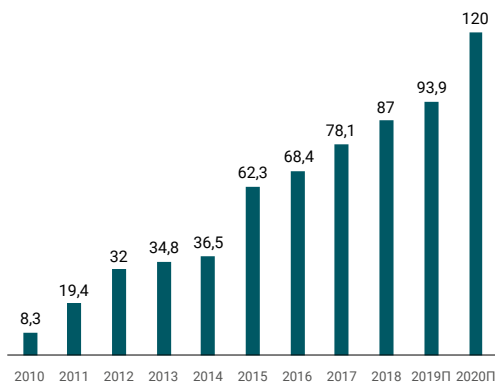
Рисунок 1. Доля концессионных облигаций в общем объеме корпоративных бумаг на 20 декабря 2019 года



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraONE Research

Рисунок 2. Динамика объема концессионных облигаций в обращении на конец года

С учетом выпуска облигаций «Концессии водоснабжения – Саратов», ожидаемого 25 декабря 2019 года.
млрд руб.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты и прогноз InfraONE Research

- На 20 декабря 2019 года в обращении находилось 32 выпуска концессионных облигаций с общим объемом почти 92 млрд руб. За год рынок таких бондов вырос в денежном выражении на 5,6%.
- На протяжении девяти лет существования инструмента объем выпусков в обращении увеличился в 11 раз. Это не очень много, особенно если сравнивать с темпами роста отечественного концессионного рынка. Доля концессионных облигаций в обращении среди бондов корпоративного сектора по-прежнему остается незначительной и составляет лишь 0,71%.
- Разброс ставок по купонам концессионных облигаций несколько увеличился. По итогам 2018 года они колебались в диапазоне от 4% до 11,5% по текущему купону. На конец 2019-го разброс ставок находится в промежутке 4-12%, но реальная доходность инвестора все так же на уровне 2-4% годовых почти во всех выпусках (за исключением двух-трех).
- Средняя ставка купона по концессионным бондам в 2019 году выросла до 8,46% (на 0,67 п. п.), а средневзвешенная – до 8,04% (на 1,19 п. п.). Мы ожидаем, что в 2020 году они уменьшатся из-за снижения ключевой ставки ЦБ.
- Спрос на особые классы бумаг у отечественных инвесторов не закрыт, по нашей оценке, как минимум на 400-420 млрд руб., что составляет 20% всех средств, доступных для инфраструктуры. Но количество выпусков таких облигаций пока увеличивается очень медленно.
- В 2020 году заметный рост рынка концессионных бондов возможен преимущественно за счет эмиссий по проектам, запланированным несколько лет назад. Мы не ожидаем, что новые проекты с облигационными выпусками (в том числе из комплексного плана развития магистральной инфраструктуры) успеют с финансовым закрытием и необходимыми согласованиями к началу 2021 года.

Объем рынка концессионных бондов

На 20 декабря 2019 года на отечественном рынке концессионных облигаций в обращении находилось 32 выпуска суммарным объемом 91,9 млрд руб. За год состоялось лишь три новых эмиссии, а общий объем рынка увеличился всего на 5,6% (это почти в два раза меньше прироста за 2017-2018 годы).

На рынке концессионных бондов работают 12 компаний-эмитентов, финансирующих 16 проектов. Новых игроков в 2019 году не появилось.

«Концессии теплоснабжения» разместили два выпуска, один из которых – на 1,5 млрд руб. – произошел в рамках программы объемом 7,1 млрд руб. Теперь по ней осталось провести эмиссию на 0,5 млрд руб., которая уже зарегистрирована ЦБ в середине августа 2019 года. Еще один выпуск на 1,374 млрд руб. разместила осенью Транспортная концессионная компания.

На 25 декабря 2019 года назначено размещение выпуска БО-01 «Концессии водоснабжения – Саратов» на 2 млрд руб. сроком 14 лет и ежегодной выплатой купона. Кроме того, к размещению готовятся еще пять выпусков на 2,5 млрд руб., которые уже зарегистрировал Банк России (см. таблицу 1). Это два выпуска активных игроков рынка: «Концессий теплоснабжения» (А5 в объеме 0,5 млрд руб.) и «Концессий водоснабжения» (БО-01 на 2 млрд руб.). Весной 2019 года Банк России зарегистрировал три выпуска на 10 млрд руб. у нового игрока – Башкирской концессионной компании, занимающейся строительством Восточного выезда из Уфы.

В 2019 году рынку концессионных облигаций не удалось повторить рывок 2014-2015 годов, когда объем бондов в обращении увеличился более чем на 70%. На наш взгляд, в 2020 году значительный рост, наконец, может произойти как минимум до 120 млрд руб. Зависеть это будет в основном от размещения бондов для финансирования двух транспортных проектов: Восточного выезда из Уфы и железной дороги Кызыл – Курагино. Проектная компания по строительству последней собирается занять через облигационные займы почти 135 млрд руб.

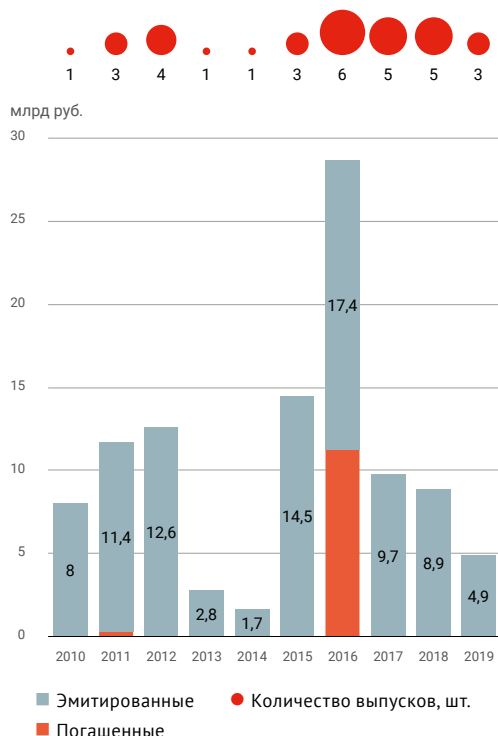
Рынок корпоративных бумаг в обращении (12,9 трлн руб.) растет быстрее, чем рынок концессионных бондов. Поэтому доля последних в общем объеме корпоративных облигаций снижается: к концу 2019 года она составила 0,71%, что на 0,02 п. п. меньше, чем год назад (см. рисунок 1). Даже если объем рынка концессионных бондов в обращении вырастет до прогнозируемых нами значений (свыше 120 млрд руб.), его доля на рынке корпоративных бумаг лишь приблизится к 1%.

Подробнее о признаках и особенностях концессионных облигаций читайте в аналитическом обзоре [InfraONE Research «Бонды для инфраструктуры 2017»](#) на [infraone.ru](#).

Концессионные облигации – особый класс инфраструктурных бумаг. От остальных корпоративных облигаций эти бонды отличаются тем, что их концессионная сущность обязательно оговаривается в проспекте эмиссии. Кроме того, облигации с четкими признаками концессионных можно включать в котировальные списки первого и второго уровней Московской биржи. Последнее позволяет инвестировать в такие бумаги НПФам и страховым компаниям. Инструмент применяется уже около десяти лет.

Рисунок 3. Динамика эмиссий концессионных облигаций

Данные на 20 декабря 2019 года.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты и прогноз InfraONE Research

Таблица 1. Концессионные облигации, зарегистрированные ЦБ, но не размещенные на бирже

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата регистрации ЦБ	Срок обращения, лет
«Концессии теплоснабжения»	05	Система теплоснабжения в Волгограде	0,5	12.08.2019	14
«Концессии водоснабжения»	Б-01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	2	21.11.2019	12
Башкирская концессионная компания	A1	Строительство Восточного выезда из Уфы	5	15.04.2019	15
	A2		3		
	A3		2		

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, Cbonds, FinamBonds

Таблица 2. Какие еще облигации могут выйти на рынок в 2020-2021 годах

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Срок обращения, лет
Северо-Западная концессионная компания	01	Участок трассы М-11 «Москва - Санкт-Петербург», 15-58 км	5	20
	02		5	20
ТЭПК «Кызыл-Курагино»	-	Строительство железной линии Кызыл – Курагино (410 км) к угольному месторождению Элегест	134,6	15

Источник: данные Cbonds, FinamBonds, сообщения СМИ

Таблица 3. Основные условия выпусков концессионных облигаций в обращении

В таблице представлены все обращающиеся на бирже выпуски по состоянию на 20 декабря 2019 года, соответствующие определению «концессионные облигации» по трем основным признакам: 1. Эмитент – SPV. 2. SPV является держателем концессионного соглашения. 3. В проспекте ценных бумаг содержится оговорка о концессионной сущности выпуска.

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия				
1	«Главная дорога»	03	Участок М-1, обход Одинцова, Московская область	8	22.11.2010	18	5%	ИПЦ + 0,5 темпов роста ВВП; минимально 4%	В конце периода	1 год	4%	5,5%	10	Нет				
		06		8,17	12.12.2012	16	9,8%								В 11-18-м купонах: 12,5%	В 9-16-м купонах: 12,5%	8	Да*
		07		1,4	20.11.2012	17	10%								В 10-17-м купонах: 12,5%	4,5%	4%	8
2	«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	27.06.2012	10	11%	ИПЦ + 3%	В конце периода	0,5 года	8,2%	6,8%	14	Нет				
3	«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	07.11.2013	10,5	11%	Больше из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 1%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 546-й день размещения)	8,3%	8,8%	6	Нет				
		02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии	1,7	02.12.2014		11%								В 4-9-м купонах: 14,3%; в 10-й купон: 14,2%	1 год (1-й купон выплачивается на 639-й день размещения; 10-й купон на 273-й день)	8,25%	8,3%
		Б0-01**	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	01.06.2016	10 лет и 10 месяцев	4%	Фиксированная ставка - 4%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 699-й день размещения)	4%	4%	3	Нет				
		Б0-02	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	23.04.2018	12 лет и 5 месяцев	10,5%	Больше из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%.	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 548-й день размещения)	10,5%	9%	2	Нет				

* По номиналу и % в случае расторжения.

** Бонды с индексируемым номиналом, который повышается на уровень ИПЦ с трехмесячным лагом (так же, как у ОФЗ-ИН и аналогичных бондов «Почты России»).

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия		
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01*	Мусорный полигон в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	19.12.2018	12 лет и 5 месяцев	10%	Большее из двух: ИПЦ + 4,5%; ключевая ставка ЦБ + 1,5%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 548-й день размещения)	-/-	10%	1	Нет		
5	«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	04.12.2015	15	14%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 3%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год	10,5%	9,50%	5	Нет		
		02		1,9	19.05.2016	14 лет и 10 месяцев	12,5%				10,25%	10,75%	4	Нет		
		03		1,9	06.10.2016	14,5	12%				10,5%	10%	4	Нет		
		04		1,1	24.04.2017	14 лет и 1,5 месяца	12,5%				10,25%	10,75%	3	Нет		
		05		1,1	04.12.2017	13 лет и 8 месяцев	11%				10,5%	9,5%	3	Нет		
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Централизованная система водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	06.12.2018	15	11%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378-й день размещения)	11%	8,5%	2	Нет		
		Б0-01**		2	25.12.2019	14	9%	Ключевая ставка ЦБ + 3,5%		1 год	-/-	9,10%	1	Нет		
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	10.04.2017	15	12,5%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378-й день)	9,25%	9,75%	3	Нет		
		02		2	29.11.2017	15	11%			1 год	11%	9,50%	3	Нет		
		03		1,1	30.10.2018	14 лет и 3 месяца	10,50%			1 год (15-й купон выплачивается на 110-й день)	10,5%	8,5%	2	Нет		
		04		1,5	06.06.2019	13 лет и 10 месяцев	11,5%			В 3-13-м купонах: 8,333%; в 14-м купоне: 8,337%	1 год (1-й купон выплачивается на 365-й день размещения, 14-й купон выплачивается на 345-й день)	-/-	11,5%	1	Нет	
		Б0-01		2	10.12.2019	12 лет и 11 месяцев	9,30%			Ключевая ставка ЦБ + 3,5%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 365-й день размещения, 2-13-й купон выплачивается на 364-й день, 14-й купон - 345-й день)	-/-	9,3%	1	Нет
8	Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	27.09.2016	17	12,5%	2-5-й купоны - ИПЦ + 3%, далее ставку определяет эмитент	В конце периода	1 год	5,3%	7,66%	4	Нет		
		A2		3,533	09.11.2017	16 лет и 2 месяца	12,5%			В конце периода	1 год	5,8%	8,16%	3	Нет	
		A3		1,374	27.09.2019	14 лет и 3 месяца	12%			2-5-й купоны - ИПЦ + 3,5%, далее ставку определяет эмитент	В конце периода	1 год (15-й купон выплачивается на 99-й день)	-/-	12%	1	Нет
		A4		3,752	12.12.2018	15	9,70%			В конце периода	1 год	9,7%	7,49%	2	Нет	
		Б		2	27.09.2016	30	13,5%			В конце периода	1 год	5,8%	8,16%	4	Нет	

* «Зеленый» выпуск, который соответствует стандартам ICMA и получил заключение внешнего аудитора.

** Выпуск размещат 25 декабря 2019 года. В наших расчетах в этом исследовании он не учитывается.

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия
9	«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	04.04.2011	11	9,75%	ИПЦ + 2,75%	В конце периода	1 год	5,16%	7,88%	8	Нет
		02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	30.10.2012	11 лет и 4 месяца	11%	ИПЦ или 5% годовых (больше из двух) + 4%	В конце периода (эмитент может погасить не менее чем 10% от номинальной стоимости в дату окончания 2-10-го купонов)		9%	9,13%	7	Нет
10	Тверская концессионная компания*	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарка в Саратове	8,5	23.08.2016	49	11,5%	1-7-й купоны - 11,5%, 8-14-й купоны - 12%, 15-21-й купоны - 13%, 22-28-й купоны - 14%, 29-35-й купоны - 15%, 36-42-й купоны - 16%, 43-49-й купоны - 17%	В конце периода	1 год	11,5%	11,5%	4	Нет
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Участок М-11, 15-58 км, Московская область	5	21.10.2011	20	11,15%	ИПЦ + 3%	В 14-40-м купонах: с постепенным нарастанием от 1,8% до 6,5%	0,5 года	8,22%	7,31%	17	Да**
		04		5	21.10.2011		11,15%	(диапазон ставки купона на 2-6-й купонные периоды: 6% – 11,5%, на 7-14-й купонные периоды: 5% – 12,5%, на 15-20-й купонные периоды: 5% – 15%)			8,22%	7,31%	17	Да**
12	«Магистраль двух столиц»	A1	Участки М-11: 543-646 км и 646-684 км, Ленинградская область	7,5	29.05.2015	15	13,45%	1-11-е купоны - 13,45%, 12-59-е купоны - ИПЦ+3% (но не менее 1%)	В конце периода	0,25 года	8,2%	7,6%	17	Нет
		A2		5,5	08.07.2015		13,25%	1-11-е купоны - 13,25%, 12-59-е купоны - ИПЦ + 2,5%	В конце периода		7,7%	7,1%	17	Нет

* 23 августа 2017-го, 23 августа 2018-го, 23 августа 2019 года происходили дефолты по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской бирже с 8 ноября 2018 года.

** По номиналу.

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчетного депозитария, данные FinamBonds

Облигации в концессиях: распространенность на рынке

Концессии, в финансовых моделях которых заложено привлечение средств через облигации, пока не так широко используются в стране.

К 2018 году объем инвестиций в такие проекты достиг 37% общего объема вложений во все соглашения дороже 100 млн руб., подписанные после 2005 года. В 2019 году он составил 31,8%. Если оценивать количество концессий, то облигационное финансирование используют менее чем в 5% проектов.

Следует учитывать, что не все проекты, предполагающие привлечение средств через бонды, прошли финансовое закрытие, поэтому объем планируемых выпусков больше, чем объем концессионных облигаций в обращении.

Концессионные соглашения, в рамках которых уже выпускались облигации, заключены в транспортной, коммунальной и социальной сферах. Но доля «облигационных» концессий в общем количестве проектов в этих сферах не превышает 10%.

По доле облигационного финансирования в суммарном объеме вложений в проекты лидируют «социальные» концессии (50%), от них заметно отстают коммунальные (32%) и транспортные (16%).

Мы ждем, что доля концессий с использованием облигационных займов увеличится и вследствие развития финансового рынка, и потому что спрос на них среди таких групп инвесторов, как негосударственные пенсионные фонды, будет расти.

Как отрасль влияет на облигации

Пока на рынке нет ни одной завершенной концессии с облигационным финансированием: с момента запуска первого такого проекта прошло всего десять лет и срок соглашения еще не истек. Поскольку большинство концессий с применением бондов — результат работы одного крупного игрока, то и закладываемая в проекты схема чаще всего схожа. Они, как правило, предполагают полное облигационное финансирование, но оно происходит поэтапно. Каскадное финансирование с использованием облигационных траншей позволяет получать необходимые средства на длительный срок без излишних долговых обязательств.

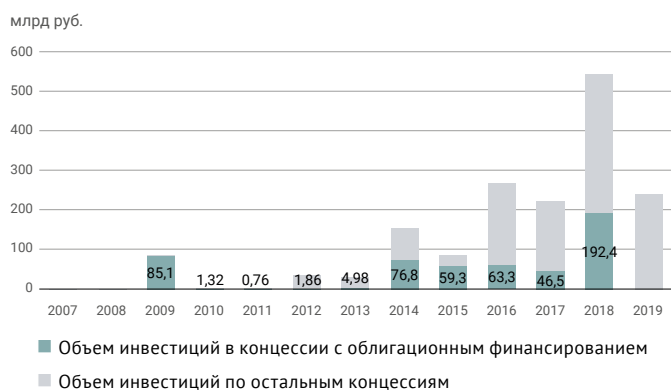
Концессионные соглашения в транспортной сфере чаще всего более капиталоемкие: в тех, по которым есть выпуски концессионных облигаций, общий объем инвестиций колеблется от 25,5 млрд руб. до 76,7 млрд руб. Суммарный объем размещенных эмиссий под каждый проект в транспорте составляет более 10 млрд руб., а объем одного выпуска в среднем — 5 млрд руб.

Проекты в социальной и коммунальной сфере обычно менее капиталоемкие, но в случаях модернизации и строительства систем теплоснабжения или водоснабжения/водоотведения в крупных городах (таких, как Саратов или Волгоград), инвестиции могут быть и более 10 млрд руб. Объем эмиссии здесь в среднем составляет 2 млрд руб. и происходит в рамках менее крупной программы выпуска (7–7,5 млрд руб.).

Облигации для транспортных проектов размещаются на более долгий срок: период погашения по ним в среднем составляет 15-20 лет. Выпуски в нетранспортных проектах обычно размещаются на 10-15 лет. Исключение — размещенные на 49 лет бумаги Тверской концессионной компании, по купонным выплатам которых уже трижды происходил дефолт. Чаще всего длительность размещения выпусков составляет примерно половину срока концессионного соглашения. В любом случае облигационный заем дает эмитенту возможность получить средства на более длительный срок (свыше 7 лет), чем при традиционном банковском кредите.

Рисунок 4. Как менялся объем проектов с облигационным финансированием по годам

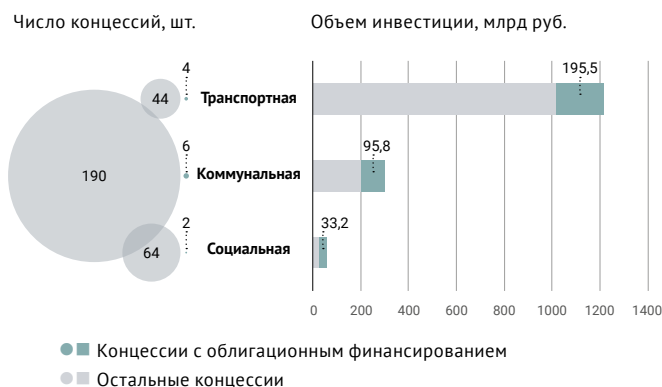
Учитывались проекты дороже 100 млн руб., заключенные в рамках 115-ФЗ до начала декабря 2019 года.



Источник: данные компаний, органов власти, СМИ, расчеты и анализ InfraONE Research

Рисунок 5. Концессии с размещенными облигациями по отраслям инфраструктуры

Учитывались проекты дороже 100 млн руб., заключенные в рамках 115-ФЗ до начала декабря 2019 года.



Источник: данные компаний, органов власти, СМИ, расчеты и анализ InfraONE Research

Рисунок 6. Сколько денег может попасть в инфраструктуру (по классам инвесторов)



* В том числе международные.

Источник: расчеты InfraONE Research на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

Покупатели и спрос

Высокий спрос на концессионные облигации есть у наиболее консервативных игроков финансового рынка. Так, негосударственные пенсионные фонды, по нашей оценке, способны вложить в этот инструмент до 250 млрд руб. в ближайшие год-два. Другие потенциальные покупатели – страховые компании и банки – пока еще активно его не используют.

Потенциал доступной для инфраструктуры ликвидности, по нашей оценке, у этих трех групп инвесторов составляет порядка 1,4-1,6 трлн руб., или 75% от всех средств, доступных отрасли в стране (2 трлн руб.). На госбанки приходится около 52% из них, на частные банки – 4%, на НПФы – 13%, а на страховые компании около 7%.

«Аппетит» инвесторов к особым классам облигаций (то есть уже работающим концессионным и другим бумагам, которые пока не закреплены законодательно либо просто не выпускались), по нашим расчетам, как минимум в четыре раза превышает объем имеющихся концессионных бондов. Спрос составляет порядка 400-420 млрд руб., а это почти 20% инвестиционного потенциала, доступного для инфраструктуры.

Несмотря на наличие спроса на концессионные бумаги, их по-прежнему мало. Это связано с дефицитом качественных проектов, подготовленных под такой тип финансирования. Традиционно авторы закладывают в модель проекта кредитование, теряя другие возможности привлечь деньги.

Мы полагаем, что в ближайшие год-два основными инвесторами в концессионные бонды все также будут пенсионные фонды.

Проекты и концеденты

Отраслевой состав проектов за год не поменялся. Доля объема облигаций под транспортные проекты (автодороги и городской рельсовый транспорт) в общем объеме концессионных бондов продолжает медленно снижаться: сейчас она составляет 57%, тогда как в конце прошлого года равнялась 59,5%.

В обращении также находятся концессионные облигации, выпущенные под создание спортивных сооружений и коммунальные объекты в водоснабжении и переработке мусора (см. рисунок 7).

Доля объема концессионных бондов, выпущенных для создания социальной инфраструктуры, сократилась почти на 1 п. п. – до 12,8%. Укрепила позиции лишь сфера ЖКХ и переработки мусора, ее доля выросла на 3,2 п. п. Теперь на этот сегмент приходится 30% объема всех концессионных бондов против 26,8% годом ранее. По количеству выпусков сфера ЖКХ и переработки мусора остается абсолютным лидером.

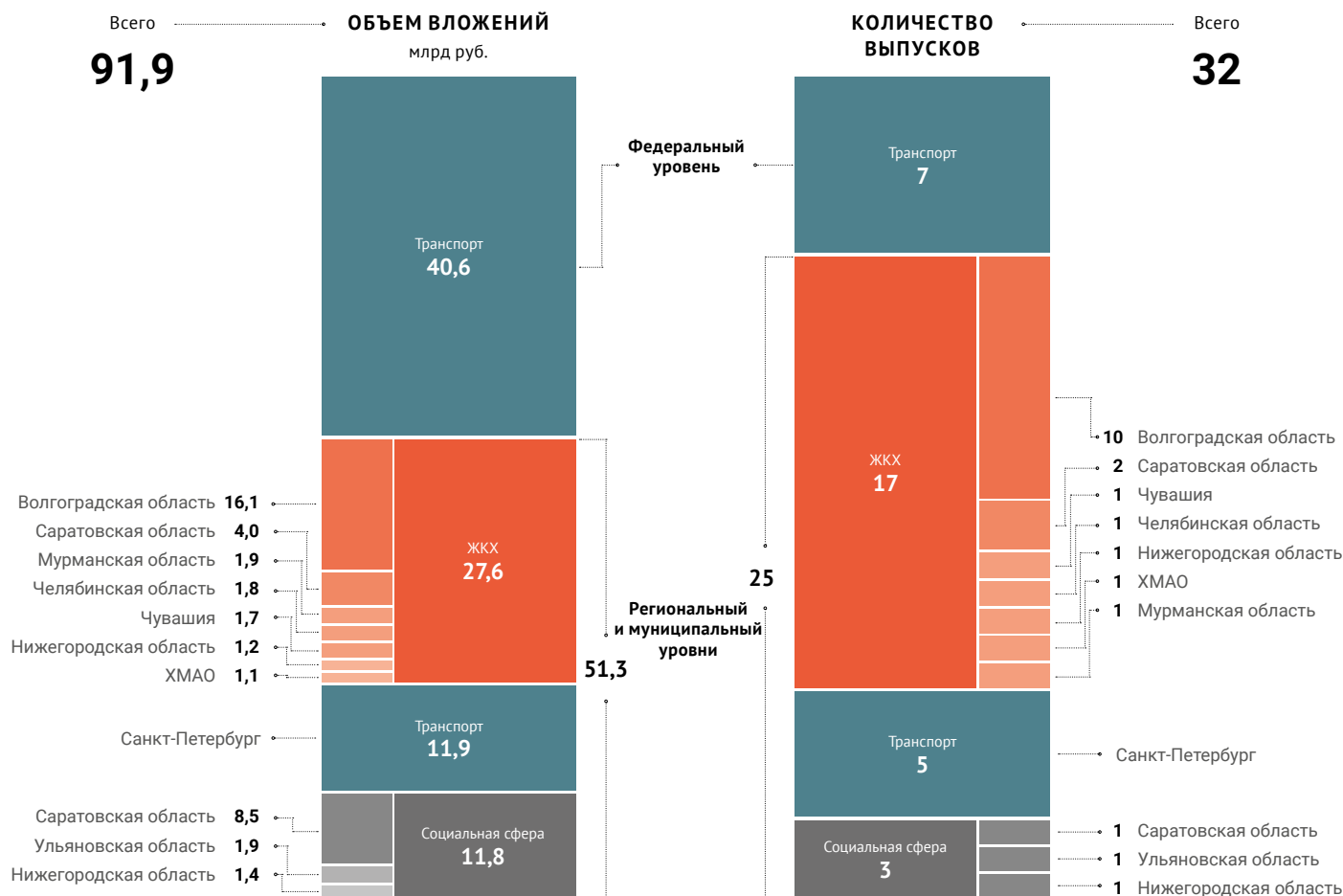
На концессии федерального уровня приходится чуть более 20% от общего количества выпусков, но по объему – 44%, или 40,6 млрд руб. Чаще облигации использовались для финансирования региональных и муниципальных концессий: 78% по количеству, 56% в денежном выражении (51,3 млрд руб.).

Все концессии федерального уровня, где применялось облигационное финансирование, были подписаны в 2009-2014 годах, то есть основные этапы размещений по ним прошли. А на уровне регионов и муниципалитетов рынок постоянно пополняется новыми игроками. Так, например, в конце 2018 года бонды выпустили «Ресурсосбережение ХМАО» с проектом в сфере переработки ТБО в Ханты-Мансийском автономном округе и «Концессии водоснабжения – Саратов» с концессией по модернизации систем холодного водоснабжения и водоотведения Саратова.

Мы ожидаем, что количество выпусков облигаций под нетранспортные проекты будет расти и дальше. Но по объему привлеченных средств лидерство транспортной инфраструктуры, вероятно, начнет усиливаться, если учитывать готовящиеся эмиссии Башкирской концессионной компании и планы ТЭПК «Кызыл-Курагино» по финансированию строительства одноименной железнодорожной ветки.

Рисунок 7. Распределение выпусков концессионных облигаций по концедентам, отраслям и регионам

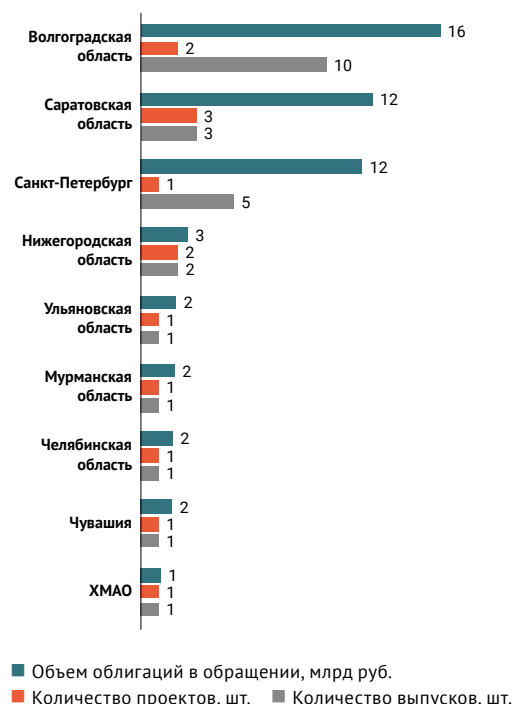
Данные на 20 декабря 2019 года.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, FinamBonds, расчеты и анализ InfraONE Research

Рисунок 8. Концессионные облигации по регионам

У Саратовской и Волгоградской областей также учтены облигационные выпуски для муниципальных концессий.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, FinamBonds, компаний, органов власти, СМИ, расчеты и анализ InfraONE Research

Регионы и муниципалитеты распробовали инструмент

В российских регионах концессии с применением облигаций появились в 2010 году. Первым стало соглашение, подписанное в октябре 2010 года «Волгой-Спорт» и правительством Нижегородской области, по финансированию, строительству, оснащению оборудованием и эксплуатации ФОКа в Павловском районе Нижегородской области. Эмиссия произошла через шесть месяцев.

В 2015 году в Волгограде заключили первую муниципальную концессию с облигационным финансированием. Сейчас под проекты по водоснабжению, водоотведению и теплоснабжению города размещено уже десять концессионных выпусков на 16 млрд руб., то есть больше всего по количеству и по объему проектов среди других муниципалитетов и регионов.

Еще один крупный игрок – Саратовская область. Там реализуют три проекта: по переработке и утилизации ТБО, водоснабжению и водоотведению, а также строительству дворца водных видов спорта и аквапарка (по выплатам для создания последнего в третий раз случился дефолт).

Концессии с применением облигаций реализуют на территории девяти регионов: это 13 проектов с общим объемом инвестиций более 175 млрд руб. (не все средства в них привлекались через бонды).

В России, в отличие от других стран, создание инфраструктуры не финансируют за счет выпуска ценных бумаг регионом или муниципалитетом (муниципальные бонды для инфраструктуры). Квалификация и опыта представителей территориальных органов власти в применении этих инструментов не хватает, поэтому в сделках проектного финансирования такие займы используются пока редко.

Традиционно авторы проектов планируют привлечь финансирование через банковские кредиты. Использование дополнительных инструментов проектного финансирования и усложнение финансовой модели концессии с помощью облигаций требуют большего опыта как у инвестора, так и у публичной стороны. Для девяти регионов с таким опытом и готовящейся выйти на рынок в 2020 году Башкирии это большой шаг вперед.

Мы ожидаем, что в ближайшие два-три года на рынке может появиться до пяти новых регионов с опытом выпуска концессионных бондов. Инициатива и квалификация в данном вопросе, чаще всего, пока на стороне концессионера. Рынок по-прежнему имеет клубный характер, а все инициативы по выпуску этих облигаций на региональном уровне реализованы инвесторами, связанными с одним крупным игроком. Вскоре на рынок может выйти несколько неаффилированных с ним эмитентов, но пока это существенно не изменит общую картину.

Почему муниципальных облигаций нет в России?

За рубежом муниципальные облигации используются для финансирования инфраструктурных проектов. Например, в США муниципальные бонды разделены на две группы: *general obligation bonds* (обеспечены поступлениями налогов и прочих платежей в бюджет) и *revenue bonds* (обеспечены поступлением дохода от объекта). Вторая группа примечательна тем, что эти бумаги не повышают кредитную нагрузку муниципалитета: выплаты по ним производятся за счет платежей пользователей после ввода объекта в эксплуатацию (например, за проезд по платной дороге). Перечень объектов для таких бондов широкий: госпитали, аэропорты, мосты, системы водоснабжения, канализации, энергообъекты и даже жилые дома.

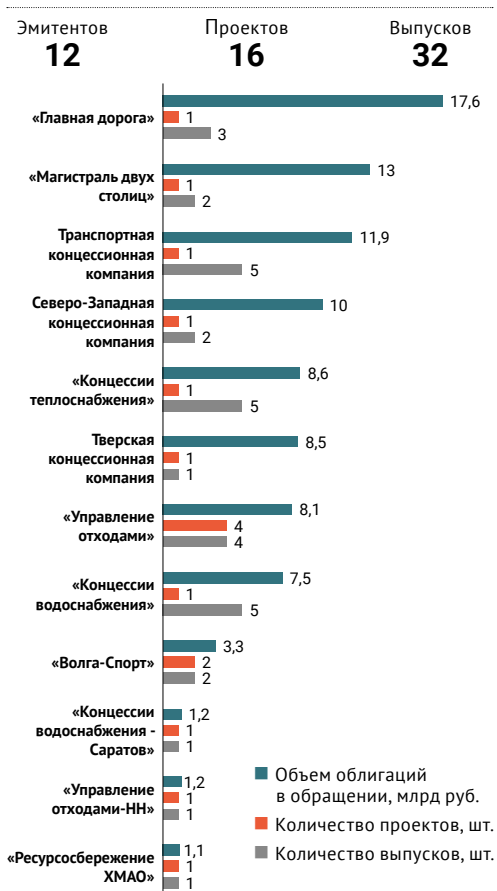
Муниципальные бонды для финансирования инфраструктуры в России не используются из-за их неопределенного правового статуса: фактического запрета на выпуск муниципальных инфраструктурных облигаций в бюджетном кодексе нет, но проектные облигации не являются муниципальными, а муниципальные облигации не являются инфраструктурными. Кроме того, четкое определение инфраструктурных облигаций отсутствует. К тому же инфраструктурные проекты чаще всего требуют привлечения денежных средств на срок более десяти лет, а для российских муниципальных выпусков характерны сроки, не превышающие пять лет. Также облигации муниципалитетов не застрахованы от задержек в погашении и менее ликвидны, особенно в сравнении с ОФЗ.

Вдобавок местные власти часто исходят из того, что инвесторы сами должны вложиться в проекты, иначе какой смысл реализовывать проект по концессии, если его можно сделать по госзаказу. Во многом нежелание регионов и муниципалитетов выпускать такие облигации связано с уже достаточно высоким уровнем долговой нагрузки, в среднем по стране составляющей 25,3% (у Сахалинской области нулевой долг, на Чукотке и в Еврейской автономной области он доходит до 90%).

Рисунок 9. Как устроен рынок концессионных облигаций?

Данные на 20 декабря 2019 года.

Объем облигаций в обращении **91,9** млрд руб.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraONE Research

Условия и ставки

Объемы выпусков концессионных облигаций в обращении остаются в пределах от 1,1 млрд руб. до 8,5 млрд руб. Средний срок обращения таких бумаг достигает 16 лет при разбросе от 10 до 49 лет.

Средняя ставка концессионных облигаций по текущему купону за год возросла на 0,67 п. п. — до 8,46%. Значительно выше стала и средневзвешенная ставка (учитывает объем эмиссии) — 8,04%, она выросла на 1,19 п. п. Это частично объясняется появлением пяти новых выпусков, где традиционно ставки первых купонов завышаются без привязки к рыночным значениям.

Реальные ставки предыдущих выплаченных купонов в 2018 году находились в диапазоне от 4% до 13,5%, по текущему купону диапазон составлял 4-11,5%. На конец декабря 2019-го ставки по предыдущему купону колеблются в промежутке от 4% до 11,5% годовых. По текущим купонам диапазон немного расширился: до 4-12%. Поскольку лишь 16% выпусков выплачивают купон чаще одного раза в год, то и изменение в течение года по рынку теперь происходит достаточно плавно, а разброс ставок все-таки сокращается (см. рисунок 10).

Чаще всего верхнюю границу ставки купона в каждом периоде определяет первый купон нового размещенного выпуска. Для привлечения инвесторов он назначается выше обычной рыночной доходности и включает премию инвесторам, пока проект находится на инвестиционной стадии. Так, например, в эмиссиях конца 2018 года и 2019-го первая ставка купона составила 9,3%, 9,7%, 10%, 11,5% и 12% (см. таблицу 3). Впоследствии ставка становится более сбалансированной.

Если не учитывать такие «выбросы», то коридор ставок по текущему купону составит 4-10,75%, а за предыдущий период — 4-11%.

Резко выбивается из общего тренда фиксированный купон (4%) выпуска БО-01 «Управления отходами», привязка к инфляции там заложена в цене самой бумаги (так называемые облигации с индексированным номиналом). Еще одно исключение – выпуски Транспортной концессионной компании, где ставку определяет эмитент (с 6-го купона). Самыми интересными ставками отличается выпуск Тверской концессионной компании. Ставки ежегодного купона на все 49 лет вперед у этой эмиссии строго зафиксированы и постепенно увеличиваются с 11,5% до 17%. Впрочем, у этой бумаги уже третий раз происходит дефолт по выплате купонного дохода, а торги этого выпуска на бирже были приостановлены в конце 2018 года.

После назначения первой ставки купона с премией инвестору в дальнейшем уровень выплаты определяется чаще всего по формуле «инфляция плюс» или «ключевая ставка Центрального банка плюс», потому движение ставок, как правило, следует за этими показателями.

В предыдущие годы ставки купонов концессионных бондов снижались вслед за инфляцией и ключевой ставкой ЦБ. В декабре 2018-го Банк России повысил последнюю до 7,75%. Изменение отразилось на рынке концессионных бумаг: ставки повысились. Но с середины 2019 года ключевая ставка снижается и теперь составляет 6,25%, поэтому и диапазон реальной ставки становится несколько уже: 2-2,5% вместо 3%. В среднесрочной перспективе ключевая ставка, скорее всего, останется на том же уровне. Мы полагаем, что выплаты по купонам концессионных облигаций будут и дальше следовать изменениям на финансовом рынке, и к концу 2020 года они, вероятнее всего, снизятся.

Особенности концессионных выпусков

По всем концессионным бумагам в обращении выплачивается купонный доход – чаще всего годовой. Лишь три выпуска имеют выплаты раз в полугодие, но есть и два выпуска с квартальными купонами.

Ставка по купонам в большинстве случаев фиксированно-плавающая и привязана к инфляции, темпу роста ВВП, ключевой ставке ЦБ либо другим параметрам.

В трех выпусках «Управления отходами» (01, 02 и БО-01) выплата первого купона отложена на полтора-два года (см. таблицу 3).

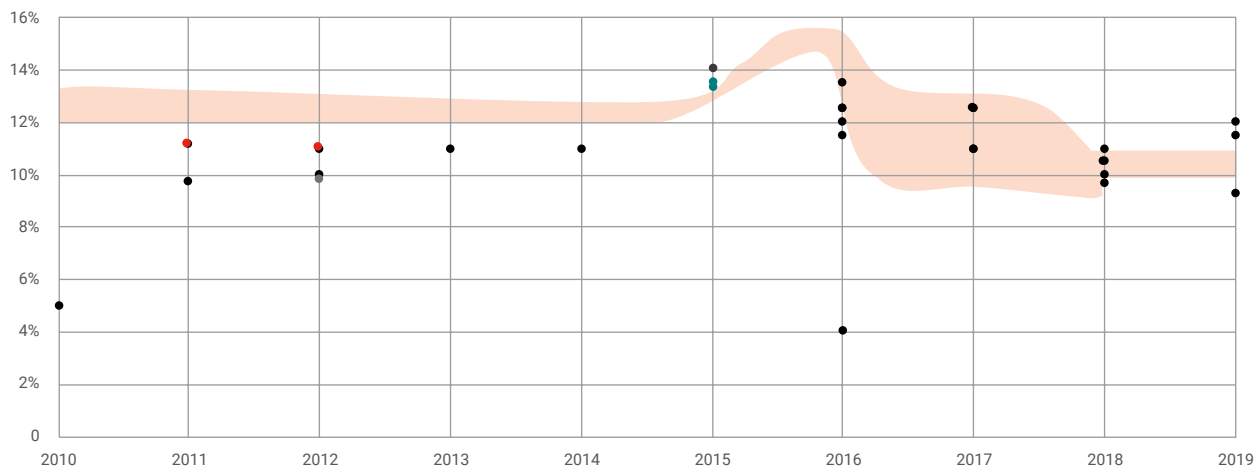
У «Концессий теплоснабжения» по выпуску БО-01, «Управления отходами – НН», «Управления отходами» по выпускам 01, БО-01, БО-02, Транспортной концессионной компании и Тверской концессионной компании, а также «Магистрале двух столиц» и «Волги-Спорт» номинал облигаций гасится в конце срока обращения. По остальным погашение происходит частями в даты соответствующих купонных выплат (детали в таблице 3). Соотношение выпусков концессионных облигаций с погашаемым во времени номиналом к выпускам с номиналом, выплачиваемым в последний период, – почти 1:1. Выпуски на сумму 45,5 млрд руб. (49,4%) размещены с номиналом, возмещаемым в конце обращения.

Почти все имеющиеся на рынке концессионные облигации размещены по номинальной стоимости. Исключения два: выпуск 03 «Главной дороги» размещен по цене 90% от номинала, а выпуск 02 «Управления отходами» – по цене 110,6% от номинала.

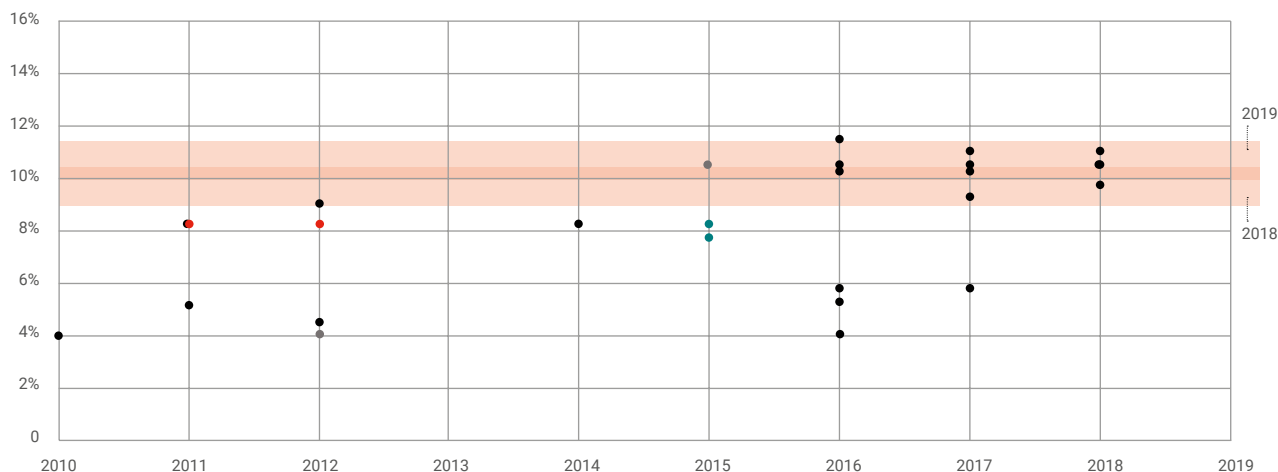
Рисунок 10. Динамика ставок первого, предыдущего и текущего купонов концессионных облигаций в обращении в зависимости от даты размещения

Данные на 20 декабря 2019 года.

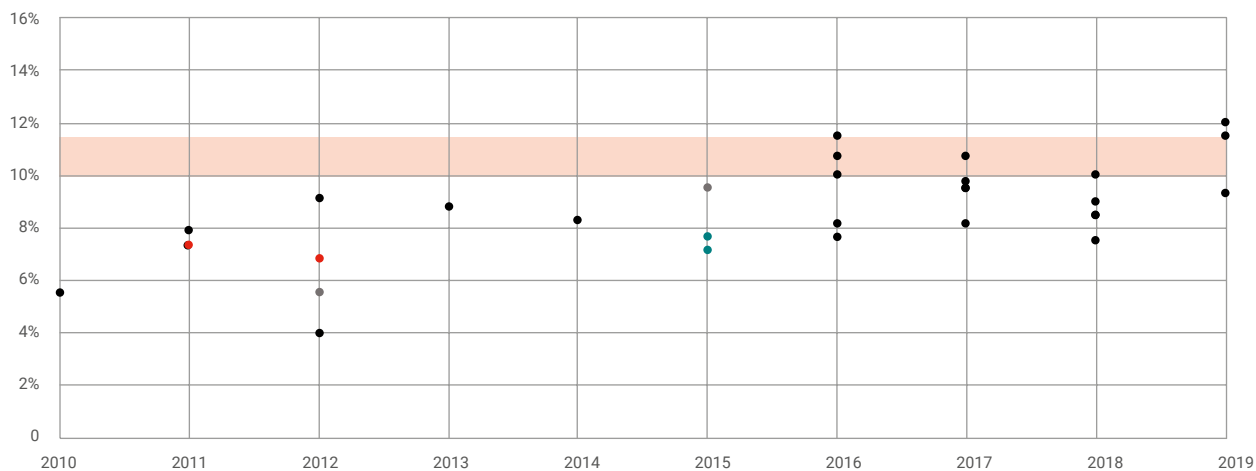
Ставки первых купонов (выплата происходила в год размещения или последующий)



Ставки предыдущих купонов (выплаты купонов происходили в 2017-2018 годах)



Ставки текущих купонов (выплаты купонов происходили в 2018-2019 годах)



- Выплата купона осуществляется ежегодно
- Выплата купона осуществляется раз в квартал
- Выплата купона осуществляется раз в полугодие
- Подписные условия финансирования в среднем по рынку на момент выплаты купона

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraONE Research

Сколько заработают облигационеры

По купонам концессионных облигаций (на общую сумму 92 млрд руб.) уже выплачено 38,4 млрд руб. За 2019 год эмитенты выплатили держателям бумаг 5,6 млрд руб.

Первые выпуски таких бумаг обращаются девять лет, а самое раннее погашение должно произойти в 2022 году. Оно коснется двух эмиссий на 2,55 млрд руб. В среднем до погашения бумаг остается 11 и более лет. Меньше чем через 11 лет, но больше чем через три года произойдет погашение по 11 выпускам общей стоимостью 42 млрд руб.

Большая часть ставок купонов концессионных облигаций имеет привязку к инфляции (подробнее см. «Условия и ставки»), а реальный доход инвестора по итогу выходит на уровень 2-4% годовых, исключая первые ставки купонов, размещенные с премией. Этот коридор на протяжении последних двух лет не меняется.

Например, по купонам выпусков 01 и 02 «Волги-Спорт» (объем 1,4 млрд руб. и 1,9 млрд руб., срок 11 и 12 лет соответственно) на конец периода обращения, по нашим расчетам, будет выплачено порядка 1,77 млрд руб. и 2,74 млрд руб. в номинальном выражении (в основе расчета лежит прогноз Минэкономразвития по инфляции). Из-за инфляции и изменения ключевой ставки суммы подросли на 11,3% и 10,9% соответственно. Реальные выплаты по купонам в конце срока обращения остались почти неизменными: 0,94 млрд руб. и 1,64 млрд руб. Само тело долга к моменту окончательного погашения бумаги составит до 0,83 млрд руб. и 1,1 млрд руб. соответственно (расчеты InfraONE Research).

Выплаты купонов по отраслям

Больше всего купонных выплат по итогам 2019 года произошло по выпускам, относящимся к транспортной отрасли – 27,9 млрд руб., или 75% от всех выплаченных купонов по концессионным бондам. В проектах коммунальной сферы они составили 7,7 млрд руб. (или 20%), а в социальной – 2,7 млрд руб.

Ставка купона при первом размещении в транспортных проектах была наиболее высокой – 11,1%, в социальной сфере она составляла 10,9%, а в коммунальной – даже 10,7%. У последующих изменений ставки по купонам противоположная тенденция: для транспортной сферы, где период обращения выпуска превышает в среднем 15 лет, купонная ставка снижалась и сейчас в среднем составляет 7,5-8%. Для коммунальной сферы она теперь составляет 9-9,2%, а длительность размещения облигаций – порядка 12 лет. В социальной – 7,1-8,5%, а срок размещения – 11 лет (хотя по дефолтному выпуску облигации размещены почти на 50 лет).

Концессионные облигации (за исключением дефолтного выпуска Тверской концессионной компании) с высокой ставкой купона на весь период размещения на рынке в 2019 году не появлялись, так как все игроки действуют по схожей схеме. Мы не ожидаем изменения этого и в следующие годы.

На наш взгляд, условия и доходности концессионных облигаций начинают выравниваться по мере расширения практики их выпуска. Мы оцениваем, что к концу 2020-го – началу 2021 года число эмиссий подобных бондов превысит 40-45, после чего формировать условия последующих выпусков станет проще.

Рисунок 11. Распределение концессионных облигаций по объему выплаченных купонов

С учетом срока эмиссии и объема заимствований, данные на 20 декабря 2019 года.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraONE Research

Таблица 4. Прогноз по выплатам некоторых выпусков концессионных облигаций

Расчет сделан по формулам купонов в привязке к инфляции (ИПЦ+)/ключевой ставке ЦБ либо по фиксированной минимальной границе выплат (если она установлена эмитентом). Но в большинстве купонов ставка привязана к нескольким параметрам и расчет выплат делается по большему из двух. Таким образом, в таблице представлен умеренный сценарий. За основу взяты данные на 20 декабря 2019 года. Ожидаемые показатели инфляции рассчитаны по прогнозам Минэкономразвития.

Эмитент	Серия/Класс	Срок обращения	Объем выпуска, млрд руб.	Прогноз по общей сумме выплат, млрд руб.			
				купонов в номинальном выражении	номиналов в дату погашения в реальном выражении	купонов в реальном выражении	итого - сколько получат инвесторы за весь период в реальном выражении
«Управление отходами»	01	10,5 лет	2,8	2,99	1,82	2	3,82
	02	10,5 лет	1,7	1,74	1,2	1,14	2,34
	Б0-01*	10 лет и 10 месяцев	1,85	0,85	1,85	0,74	2,59
	Б0-02	12 лет и 5 месяцев	1,75	1,73	1,2	1,43	2,63
«Волга-Спорт»	01	11 лет	1,4	1,46	0,83	0,94	1,77
	02	11 лет и 4 месяца	1,9	2,22	1,11	1,64	2,74
«Концессии водоснабжения»	01	15 лет	1,5	1,25	1,26	1,06	2,32
	02	14 лет и 10 месяцев	1,9	2,07	1,54	1,37	2,91
	03	14,5 лет	1,9	2,05	1,54	1,37	2,91
	04	14 лет и 1,5 месяца	1,1	0,92	0,76	0,74	1,5
	05	13 лет и 8 месяцев	1,1	0,86	0,88	0,74	1,61
«Концессии теплоснабжения»	01	15 лет	2	1,42	1,57	1,23	2,8
	02	15 лет	2	1,49	1,57	1,25	2,82
	03	15 лет	1,1	1,77	0,83	1,5	2,33
	04	13 лет и 11 месяцев	1,5	1,05	1,12	0,87	1,99
	Б0-01	12 лет и 11 месяцев	2	2,73	1,25	2,11	3,37
«Главная дорога»**	03	18 лет	8	7,63	6,54	4,99	11,53
	06	16 лет	8,173	6,6	6,68	4,33	11,02
	07	17 лет	1,4	1,19	1,11	0,88	1,99

* Фиксированная ставка 4%, облигация индексируется по номиналу.

** Для данных выпусков бралась минимальная ставка 4%.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, Минэкономразвития, расчеты InfraONE Research

Финансирование остается «связанным»

Основным следствием такой «связанности» финансирования для сегмента концессионных бондов становится его «нерыночность». «Продавцы» и «покупатели» бумаг могут заранее договориться об условиях, а потому «премия» инвестора по некоторым выпускам может отличаться от рыночной и быть нерепрезентативной для будущих эмитентов. Последним, как следствие, сложнее выдерживать конкуренцию в привлечении денег на интересных для инвесторов условиях.

За год новых эмитентов на рынке концессионных бондов не появилось. А среди 11 компаний, чьи выпуски находятся в обращении, как минимум семь представляют, по сути, одну группу инвесторов, связанную с УК «Лидер». Тенденция такова, что держателями эмитированных бумаг, как правило, выступают пенсионные фонды, аффилированные с группой. Также происходит и у других игроков рынка. Например, первая эмиссия «Магистрالی двух столиц» (консорциум Vinci и «ВТБ-Капитала») была выкуплена «ВТБ Пенсионным фондом».

В отчетах эмитентов и других открытых источниках по итогам эмиссии в подавляющем большинстве не раскрывается информация о покупателях бумаг. Соотношение открытой и закрытой информации о покупателях и данные о них представлены в таблице 5.

Мы ждем, что в ближайшие два-три года начнут появляться и более «рыночные» выпуски концессионных бондов (см. таблицы 1 и 2). Инструментом интересуются многие финансовые инвесторы, так что потенциал для конкуренции за эти бумаги есть.

Таблица 5. Кто выкупил концессионные облигации

Данные на 20 декабря 2019 года.

№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Держатели бумаг (объем облигаций, млрд руб.)
1	«Главная дорога»	03	Участок М-1, обход Одинцова, Московская область	8	5,85 – не раскрывается* 2,15 – ЗАО «Лидер»
		06		8,17	5,85 – не раскрывается 2,32 – ЗАО «Лидер»
		07		1,4	0,75 – не раскрывается 0,65 – ЗАО «Лидер»
2	«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	В отчете об итогах выпуска нет данных
3	«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	Не раскрывается
		02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии	1,7	Не раскрывается
		БО-01*	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	В отчете об итогах выпуска нет данных
		БО-02	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	Не раскрывается
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01	Мусорный полигон в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	В отчете об итогах выпуска нет данных
5	«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	Не раскрывается
		02		1,9	Не раскрывается
		03		1,9	В отчете об итогах выпуска нет данных
		04		1,1	В отчете об итогах выпуска нет данных
		05		1,1	Не раскрывается
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Централизованная система водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	В отчетах об итогах выпуска нет данных
		БО-01		2	В размещении
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		02		2	В отчете об итогах выпуска нет данных
		03		1,1	В отчете об итогах выпуска нет данных
		04		1,5	В отчете об итогах выпуска нет данных
		БО-01		2	н/д
8	Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		A2		3,533	1,4 – «Алор+» по поручению и за счет клиента 2,133 – не раскрывается
		A3		1,374	н/д
		A4		3,752	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		Б		2	«Алор+» по поручению и за счет клиента
9	«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	«Алор+» по поручению и за счет клиента
10	Тверская концессионная компания**	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	0,0011 – Банк «Зенит» 0,0005 – «Открытие брокер» 6,48 – «Рост банк» 0,02 – «Смарт Секьюритиз» 2 – Татфондбанк
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Участок М-11, 15-58 км, Московская область	5	В отчете об итогах выпуска нет данных
		04		5	В отчете об итогах выпуска нет данных
12	«Магистраль двух столиц»	A1	Участки М-11: 543-646 км и 646-684 км, Ленинградская область	7,5	НПФ «ВТБ Пенсионный фонд»
		A2		5,5	Группа НПФов: 01 Group (НПФ «Стальфонд» и НПФ «Будущее») и ФК «Открытие» (НПФ «Лукойл-Гарант»)

* В проспектах эмиссии говорится, что «указать первого владельца ценных бумаг, размещенных по сделке не представляется возможным» (здесь и далее в таблице).

** 23 августа 2017-го, 23 августа 2018-го, 23 августа 2019 года происходили дефолты по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской бирже с 8 ноября 2018 года.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, FinamBonds, CBonds, расчеты и анализ InfraONE Research

Котировальный лист и ломбардный список ЦБ

Как особый класс бумаг концессионные бонды попадают в первый и второй уровни котировального списка на Московской бирже, а некоторые выпуски включены в ломбардный список ЦБ (см. таблицу 6).

На 20 декабря 2019 года в первый уровень котировального списка входило 25 выпусков концессионных облигаций из обращающегося на бирже 31-го. Из оставшихся – в третий уровень списка попадают два выпуска СЗКК и выпуск «Концессии водоснабжения – Саратов», а три выпуска «Главной дороги» находятся в котировальном списке второго уровня.

Размещение выпусков СЗКК проходило еще в 2011 году (до появления приказа ФСФР, регламентирующего включение концессионных бумаг в котировальные списки). Изначально эти бонды были в перечне внесписочных ценных бумаг, в отличие от остальных выпущенных в тот же период. А в июне 2014 года были переведены в третий уровень списка по решению регулятора.

По-прежнему во втором уровне листинга находятся три выпуска «Главной дороги» ввиду низких объемов среднемесячных сделок за два квартала.

Перечень концессионных облигационных выпусков, входящих в ломбардный список ЦБ, не менялся уже на протяжении многих лет. Среди этих эмиссий – выпуск 06 «Главной дороги» и два выпуска СЗКК (03 и 04). Все они из числа самых ранних концессионных облигаций и имеют госгарантии.

Ежегодно происходит повышение требований для попадания в ломбардный список: до конца 2019 года действовало требование о наличии у бумаги рейтинга не ниже А (RU) и ruA по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА» соответственно. А вот с начала 2020 года нижняя планка рейтинга будет поднята на одну ступень и составит А+ (RU) и ruA+.

У восьми выпусков двух эмитентов (все бонды «Главной дороги» и ТКК) есть рейтинги «Эксперт РА». Но уровень рейтинга, который удовлетворяет требованиям как 2019 года, так и повышающимся с 2020-го, лишь у одного выпуска ТКК (облигации класса Б). У этих бумаг рейтинг ruA+, присвоенный в октябре 2019 года агентством «Эксперт РА».

Включение концессионных бондов в первый и второй котировальные листы биржи уже сложилось. А вот регулярного попадания концессионных бумаг в ломбардный список Банка России, по нашей оценке, ожидать не стоит: регулятор придерживается политики ограничения этого перечня, к тому же среди одиннадцати активных эмитентов концессионных облигаций только два имеют и регулярно получают рейтинги для каждого выпуска. Остальные не спешат получать такие рейтинги, хотя еще несколько проектных компаний имеют кредитный рейтинг («Магистраль двух столиц» – ruAA, «Ресурсосбережение ХМАО» – ruA-, а также планирующий размещение ТЭПК «Кызыл-Курагино» – ruAA-).

Таблица 6. Статус концессионных облигаций

Данные на 20 декабря 2019 года.

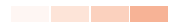
№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Уровень котировального списка на бирже	Ломбардный список	Рейтинг выпуска АКРА/«Эксперт РА»
1	«Главная дорога»	03	Участок М-1, обход Одинцова, Московская область	8	Второй	Нет	Нет/ruBBB+
		06		8,17	Второй	Да	Нет/ruAAA
		07		1,4	Второй	Нет	Нет/ruBBB+
2	«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	Первый	Нет	Нет/нет
3	«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	Первый	Нет	Нет/нет
		02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии	1,7	Первый	Нет	Нет/нет
		Б0-01	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	Первый	Нет	Нет/нет
		Б0-02	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	Первый	Нет	Нет/нет
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01	Мусорный полигон в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	Первый	Нет	Нет/нет
5	«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	Первый	Нет	Нет/нет
		02		1,9	Первый	Нет	Нет/нет
		03		1,9	Первый	Нет	Нет/нет
		04		1,1	Первый	Нет	Нет/нет
		05		1,1	Первый	Нет	Нет/нет
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Централизованная система водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	Третий	Нет	Нет/нет
		Б0-01		2	Третий	Нет	Нет/нет
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	Первый	Нет	Нет/нет
		02		2	Первый	Нет	Нет/нет
		03		1,1	Первый	Нет	Нет/нет
		04		1,5	Первый	Нет	Нет/нет
		Б0-01		2	Первый	Нет	Нет/нет
8	Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	Первый	Нет	Нет/ruAA-
		A2		3,533	Первый	Нет	Нет/ruAA-
		A3		1,374	Первый	Нет	Нет/ruAA-
		A4		3,752	Первый	Нет	Нет/ruAA-
		Б		2	Первый	Нет	Нет/ruA+
9	«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	Первый	Нет	Нет/нет
		02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	Первый	Нет	Нет/нет
10	Тверская концессионная компания*	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	Отсутствует, так как торги прекращены	Нет	Нет/нет
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Участок М-11, 15-58 км, Московская область	5	Третий	Да	Нет/нет
		04		5	Третий	Да	Нет/нет
12	«Магистраль двух столиц»	A1	Участки М-11: 543-646 км и 646-684 км, Ленинградская область	7,5	Первый	Нет	Нет/нет
		A2		5,5	Первый	Нет	Нет/нет

* 23 августа 2017-го, 23 августа 2018-го, 23 августа 2019 года происходили дефолты по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской бирже с 8 ноября 2018 года.


Источник: данные Московской биржи, АКРА и «Эксперт РА», Национального расчетного депозитария, анализ InfraONE Research

Таблица 7. Потенциальные покупатели российских зеленых облигаций на концессионном рынке в 2019-2021 годах

Активность участника на рынке инфраструктуры

Низкая  Высокая

Степень заинтересованности участника в использовании инструмента

Низкая  Высокая

Участник рынка	Потенциальный объем покупки, млрд руб.
НПФ, которые уже инвестируют в инфраструктуру	~50
Частные инвесторы, включая фонды и репатриированный капитал	10-15
ВЭБ.РФ	5-7
НПФ, которые готовятся выйти на инфраструктурный рынок	5-10
Страховые компании	4-5
Итого	74-87

Источник: оценка, расчеты и прогноз InfraONE Research на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

Все оттенки зеленого

На российском рынке концессионных облигаций уже есть бумаги, которые могли бы относиться к зеленым (например, в сфере ЖКХ или обращения с ТБО). Но чтобы стать таковыми в глазах зарубежных инвесторов, этим бондам необходимо пройти специальные процедуры сертификации.

Так, согласно принципам зеленых облигаций International Capital Market Association (Green Bond Principle ICMA), выпуску достаточно получить соответствующий отзыв третьей стороны (рейтингового агентства), к которой предъявляются минимальные требования. В случае со стандартами Climate Bonds Initiative третья сторона сама должна быть сертифицирована на выдачу заключений о соответствии принципам «зелености» и входить в специальный перечень таких структур (то есть верификация усложняется). Потому один и тот же выпуск может быть зеленым в соответствии с одними процедурами и не быть таковым в соответствии с другими.

Среди концессионных бондов есть пилотный зеленый выпуск – облигации «Ресурсосбережения ХМАО» объемом 1,1 млрд руб. на создание полигона ТБО в регионе (см. таблицу 3). Эти бумаги соответствуют зеленым критериям по процедурам Green Bond Principle ICMA.

При этом понятие «зеленых облигаций» в российском законодательстве по-прежнему отсутствует, это лишает их держателей и эмитентов каких-либо особых преференций (например, субсидирования купонной ставки), если бумаги выпущены в России.

На Московской бирже в середине 2019 года был открыт «сектор устойчивого развития» для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов. На конец 2019 года в этом секторе размещено два выпуска: на 250 млн руб. крупнейшего в Ханты-Мансийском автономном округе банка «Центр-инвест» для финансирования и рефинансирования энергоэффективных проектов в разных сферах и на 500 млн руб. девелоперской компании «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест» для модернизации объектов коммерческой недвижимости и внедрения зеленых технологий (энергоэффективности здания, функции «умного» торгового центра).

Мы оцениваем потенциал зеленых бумаг на рынке особых классов бондов в 75-90 млрд руб. (или порядка 20% интереса инвесторов к этому сегменту). При росте количества таких выпусков в России также велика вероятность, что к ним смогли бы проявить интерес международные институты развития и некоторые НПФы с мандатом на зеленое инвестирование.

СОПФ может выпускать облигации, предназначенные для финансирования долгосрочного инвестиционного проекта. Их проектная сущность тоже должна быть отражена в проспекте эмиссии, а обеспечиваются такие бумаги будущими доходами от реализации проекта. В названии эмитента обязательно должны содержаться слова «специализированное общество проектного финансирования». Главное преимущество СОПФ-облигаций перед обычными состоит в том, что в случае дефолта облигационеры имеют больше прав, чем акционеры.

По данным СПАРК, на 20 декабря 2019 года в России было зарегистрировано шесть компаний, содержащих в названии слова «специализированное общество проектного финансирования» (обязательное условия создания СОПФ) – см. таблицу 8. Из них «СОПФ Национальное агентство УФЖН» находится на стадии ликвидации. Четыре общества из этого списка облигаций не эмитировали и даже не заявляли о таких планах. Единственная компания, которая планировала выпуск ценных бумаг, – дочернее предприятие ВЭБ.РФ «СОПФ Фабрика проектного финансирования», зарегистрированное в феврале 2018 года с уставным капиталом в 1 млн руб. В мае 2019 года общество зарегистрировало в Центральном банке программу облигаций объемом 294 млрд руб., с максимальным сроком погашения выпусков 20 лет либо с погашением не позднее 30 июня 2040 года. Эти деньги собираются вкладывать в проекты по развитию экономики страны, в том числе инфраструктурные.

Облигации СОПФ

Внутри класса проектных инфраструктурных облигаций в России есть инструмент, на который уже почти год возлагают большие надежды. Впрочем, как минимум до конца декабря 2019 года можно говорить, что практики применения этого инструмента пока не сложилось. Речь идет о бумагах, выпущенных специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ). Они, как и концессионные бумаги, отделены от прочих бондов обязательными признаками.

Законодательно облигации СОПФ закрепили в декабре 2013 года, а говорить о первом выпуске этих бумаг можно будет только по итогам 2019 года. Таким образом, за почти шесть лет существования инвесторы так и не поняли инструмент.

По данным Sбonds, на 25 декабря 2019 года назначено размещение бондов «СОПФ Фабрика проектного финансирования», имеющих государственную гарантию. Объем дебютного выпуска составит 10 млрд руб., срок обращения – 7 лет. Выплаты купона будут происходить раз в квартал, ориентиром по ставке станут 7-летние ОФЗ + 0,5-0,75%.

Полученные средства будут выдаваться в рамках синдицированных кредитов фабрики проектного финансирования, а обеспечением по бумагам будет пул ее проектов. По данным ВЭБ.РФ, сейчас одобрено семь инициатив: известно о проектах в химической и добывающей промышленности, а также в инфраструктуре – угольный терминал в порту Ванино. В них планируют до конца года направить финансирование в размере 7-9 млрд руб., а пилотный выпуск СОПФ может обеспечить эту сумму.

Институт развития планирует делать эмиссии облигаций СОПФ регулярно, как минимум раз в год.

Мы полагаем, что потенциал облигаций СОПФ не ограничивается фабрикой проектного финансирования ВЭБ.РФ. Инструмент может работать, в первую очередь, не как элемент господдержки, а как способ привлечь частное финансирование. Среди разных групп консервативных инвесторов спрос на облигации СОПФ, на наш взгляд, может быть столь же высоким, как и на концессионные.

Таблица 8. СОПФ, зарегистрированные в России

Название	Регион	Дата регистрации	Акционер
ООО «Эс. Ай. Облигации СОПФ»	Москва	12.01.2016	Частное лицо
АО «СОПФ «Свежесть-365»	Тульская область	27.12.2016	Группа частных лиц через ООО «Свежесть-365»
ООО «СОПФ Национальное агентство Управления фондами жилищного найма»	Москва	27.05.2015	АНО «Центр информационных стратегий», Общероссийская общественная организация «Институт развития взаимодействия государства и общества»
ООО «СОПФ Фабрика проектного финансирования»	Москва	01.02.2018	ВЭБ
ООО «СОПФ «Голд рок»	Москва	31.05.2018	Группа частных лиц через АО «Голд рок»
АО «СОПФ Биоинг»	Ростовская область	21.10.2019	Группа частных лиц через ООО «ГК Сахаристые продукты»

Источник: СПАРК

Глоссарий

ИПЦ	Индекс потребительских цен
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
Облигации с индексируемым номиналом	Бонды, в которых на уровень инфляции индексируется тело долга (номинал), а не купон
ОФЗ	Облигации федерального займа
СЗКК	Северо-Западная концессионная компания
СПК/SPV	Специальная проектная компания (Special-Purpose Vehicle)
СОПФ	Специальное общество проектного финансирования
ТБО	Твердые бытовые отходы
ФОК	Физкультурно-оздоровительный комплекс
ФСФР	Федеральная служба по финансовым рынкам (существовала в 2004-2013 годах); сейчас ее полномочия по надзору выполняют структурные подразделения ЦБ

Оговорка

Обзор подготовлен InfraONE Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraONE, и публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведенные выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraONE Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

Об InfraONE

Инвестиционная компания InfraONE («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraONE представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

Об InfraONE Research

InfraONE Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Материалы InfraONE Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

Подписаться на аналитические отчеты InfraONE Research можно на сайте infraone.ru