

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3363,00	↑8,5%	S&P Global Infrastructure	2226,30	↑0,7%	S&P Green Bond Index	151,09	↑4,3%
MSCI EM	1082,00	↑8,7%	S&P EM Infrastructure	1480,69	↓5,2%			
MSCI Russia	540,41	↓7,0%	S&P High Income Infrastructure	1062,71	↓1,1%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (30 сентября 2020 года). Данные о динамике индекса за третий квартал (с 30 июня по 30 сентября 2020 года).

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

## Quarterly #3 2020

# Инвестиции в инфраструктуру: сколько стоили деньги для отрасли в третьем квартале 2020-го?

В сентябре 2020 года Центральный банк сохранил значение ключевой ставки на уровне 4,25% после очередного снижения на 0,25 п. п., произошедшего в конце июля. Почти весь третий квартал рынок жил в относительно стабильных условиях и адаптировался к новым «правилам игры» с низкими ставками.

Снизилась ли ставка по заимствованиям для инфраструктурных проектов? Сместился ли интерес отраслевых игроков с традиционного кредитования на облигационное финансирование? Долго ли продержится это новое равновесие?

- На рынке кредитования по-прежнему есть две разнонаправленные тенденции: низкая базовая ставка и высокие проектные риски (связанные с общей ситуацией в экономике и с продолжающейся пандемией). Небольшое снижение стоимости кредитования на рынке, по нашей оценке, может происходить, но одновременно ужесточаются требования к заемщикам, поскольку финансирующие организации повышают уровни защиты.
- Нижняя граница коридора ставок по долгосрочным кредитам (свыше трех лет), по данным ЦБ, по сравнению со средним значением в прошлом квартале уменьшилась на 0,5 п. п., а коридор, по нашей оценке, находится в диапазоне 7,45–11,5%. Плавающие ставки в этот период складываются из ключевой ставки Банка России плюс 2,4–5,5%. При этом перенос части рисков на государство в концессионных проектах может обеспечить снижение стоимости финансирования.

- Начиная со второго квартала наблюдается оживление на рынке долгосрочных облигаций: если во втором квартале было 9 эмиссий на 98 млрд руб., то в третьем состоялось 7 выпусков уже на 156 млрд руб. Помимо выпусков классических корпоративных облигаций (со сроком погашения более семи лет) проведены новые эмиссии вечных бондов компании РЖД и ее первых подобных бумаг с «зеленым уклоном». Причем доходность по бессрочным облигациям была с премией более 1,5% к пятилетним ОФЗ и превысила доходности обычных корпоративных выпусков компании.
- Еще в конце второго квартала состоялся выпуск первых социальных облигаций, который строился на секьюритизации потоков по договорам кредита и акционерного займа под строительство социальной инфраструктуры по ГЧП-проекту в Якутске. А в третьем квартале на рынок концессионных бондов вышел новый эмитент с транспортным проектом.
- Вслед за снижением ключевой ставки ставки купонов корпоративных облигаций тоже снизились — на 0,6–0,95 п. п. — и теперь составляют 5,9–7,55% годовых. При этом доходность по выборке в среднем на 0,14–1,51 п. п. выше доходности пяти- и семилетних ОФЗ (5,58% и 6,03%). Сегмент купонов по проектным облигациям не изменился (9,84–10,44%), а для концессионных бондов нижний порог ставки купона снизился до 5,31% при сохранении высокой верхней границы ставки (10%), которая превышает доходность корпоративных семилетних и более длительных облигационных бумаг.
- Доходность на собственный капитал обычно превышает ставки по банковским заимствованиям в 1,5–2 раза. Складывающаяся ситуация на рынке, по нашей оценке, может подталкивать к небольшому снижению этого показателя. Вероятно, подобная ожидаемая доходность (для особо крупных игроков) может составлять до 7–8%, если отталкиваться от результатов размещений первых выпусков вечных облигаций, которые в большей части отнесены на капитал организации (а не на ее долг).

## СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ

В нашем ежеквартальном обзоре мы представляем срез ставок по займам для корпоративного и проектного финансирования, в том числе под концессионные проекты.

В исследовании указаны основные отличия проектного финансирования от корпоративного, а также особенности его концессионной формы. Представлены сравнительные данные по кредитному рынку: ставки финансирования, комиссии за предоставление кредита, его невыборку, сроки, возможные грейс-периоды и прочее. В последнем разделе сравниваются текущие условия на рынке облигационного финансирования: размер купонов, а также комиссий за организацию выпуска, сроки обращения и др.

*Подробнее о том, какие особенности отличают проектное финансирование от корпоративного при запуске инвестпроектов в инфраструктуре, читайте в [InfraOne Research Quarterly 2020 #1](#).*

**Кредитование.** В третьем квартале 2020 года рынок, по нашему мнению, адаптировался к негативным событиям первого полугодия (нестабильности цен на нефть и последствиям строгих ограничений из-за коронавируса). На фоне продолжающейся «подстройки» кредитных условий под значительное снижение ключевой ставки, по нашей оценке, также может наблюдаться небольшое снижение уровня ставок на рынке в широком смысле (не только для инфраструктурного сектора).

**Какая макроэкономическая ситуация ждет нас в ближайшие годы?**

На заседании ЦБ в сентябре ключевая ставка была сохранена на уровне 4,25%. В течение третьего квартала ее снизили только один раз – в июле – на 0,25 п. п.

По прогнозам регулятора, годовая инфляция в ближайшие год-полтора будет находиться в коридоре 3,5–4,0%. ВВП снизится на 4,5–5,5% в 2020 году, затем прогнозируется его восстановление на 3,5–4,5% в 2021-м, 2,5–3,5% в 2022 году и 2,0–3,0% в 2023-м.

Наряду с этим у регулятора есть еще три сценария развития ситуации в 2021–2023 годах:

- дефляционный, при котором рост ВВП составит 1,5–2,5% в 2021 году, 2–3% в 2022-м и 1,5–2,5% в 2023-м;
- проинфляционный с аналогичными показателями роста экономики 3,0–4,0%, 1,5–2,5% и 1,0–2,0% в 2021, 2022 и 2023 годах соответственно;
- рискованный, в котором восстановление ВВП ожидается на уровне 0–1% в 2021 году, на 1–2% в 2022-м и на 1,5–2,5% в 2023-м.

По данным ЦБ РФ, кредитные ставки во втором и начале третьего квартала снижались (для кредитов сроком более трех лет: примерно с 7,95% приблизительно до 7,45%), а объемы кредитования росли, что подтверждается увеличением в балансе банковского сектора объема кредитов, предоставленных нефинансовым организациям, с 33,8 трлн руб. на начало года до 36,8 трлн руб. к началу августа 2020 года.

В Центральном банке полагают, что вместе со снижением ключевой ставки на условия и динамику кредитования существенно повлияли льготные программы правительства и регуляторные послабления.

Кроме того, рынок и экономику поддержали собственные решения регулятора для финансового сектора: например, стимулирование приобретения бессрочных облигаций за счет снижения коэффициента риска по вложениям в субординированные обязательства нефинансовых организаций со 150 до 100%, а также разрешение банкам в случае с проблемными кредитами системообразующих организаций брать в залог капитал последних (за счет снижения коэффициента риска по вложениям в акции системообразующих компаний со 150 до 100%).

При этом на условия кредитования инвестиционных проектов продолжали влиять возросшие по сравнению, например, с прошлым годом кредитные и проектные риски. Кроме того, возникшее вслед за снижением ключевой ставки смягчение условий по выдаваемым займам для банковских структур может означать существенное уменьшение их маржи, что снижает стимулы к дальнейшему, в том числе долгосрочному, кредитованию заемщиков.

Мы полагаем, что стоимость кредитования в третьем квартале в целом по рынку могла незначительно снизиться. По нашей оценке, коридор ставок кредитов, в том числе для реализации корпоративных инвестпроектов, сместился с 7,95–10,5% на 7,45–10,5%. На рынке проектного финансирования, скорее всего, тоже происходит небольшое снижение границ ставок. При этом снижение стоимости кредитования чаще начинает компенсироваться ужесточением процедур и требований к заемщику.

Может показаться, что ведение бизнеса при низких процентных ставках легче. Но после того, как дорогие кредиты рефинансируют (стоит учитывать, что такая возможность будет, но окажется ограниченной из-за возможного снижения кредитного качества некоторых заемщиков) экономика в целом может столкнуться с новым испытанием.

Нынешняя ключевая ставка рекордно низкая: до 2020 года минимальное значение в 5,5% было зафиксировано в момент введения инструмента 13 сентября 2013 года. При таком снижении ставок рынок может

*Мы ожидаем, что до начала 2021 года ЦБ не будет пересматривать значение ключевой ставки. Это поможет рынку адаптироваться к условиям снизившихся ставок по кредитам. А в январе-феврале можно будет судить, намерен ли регулятор пересмотреть движение ключевой ставки и «развернуть» его.*

*Подробнее о том, какие проекты могут столкнуться со снижением расходов и с помощью каких новых инструментов власти планируют развивать инфраструктуру, читайте в InfraOne Research Weekly #19 (43) 2020.*

столкнуться с отсутствием драйверов роста из-за резко снизившейся внутренней доходности компаний реального сектора (пострадавших в том числе от последствий введения ограничений из-за коронавируса). В подобных условиях на первый план выходит сохранение операционной эффективности бизнеса, удержание конкурентоспособности, а для этого необходимы грамотное управление и выстраивание долгового портфеля и портфеля проектов. Экономика с низкой инфляцией жестока к компаниям, не справляющимся с управлением рисками, а значит, для сохранения жизнеспособности компаний грамотная политика управления облигационным и кредитным портфелями выйдет на первый план.

Из-за иного распределения рисков и того, что часть из них возложена на государство, ставки для заемщиков, запускающих концессионные проекты, могут быть более привлекательными, чем ставки под проекты, которые реализует исключительно частная сторона и тем более чем ставки для строительных компаний, работающих по госзаказу и заказу по 223-ФЗ. В итоге надбавка за риск в концессиях если и растет, то меньшими темпами, чем в проектах иных видов (а в некоторых случаях может сохраняться на прежнем, докризисном уровне).

В более долгосрочной перспективе мы по-прежнему ожидаем снижения ставок, особенно в тех проектах, в которых заинтересовано само государство: то есть входящих в комплексный план и инфраструктурные инициативы в рамках майского указа. Шансы на выделение дополнительных федеральных средств в новом бюджете на ближайшую трехлетку низки, а финансировать инфраструктурные стройки власти собираются через инфраструктурные облигации, но государство воспринимает этот инструмент несколько иначе, чем другие активные участники рынка.

**Облигации.** Нестабильные цены на нефть и первые последствия ограничений из-за пандемии вызвали рост доходности по 10-, 15-, 20- и 30-летним облигациям федерального займа (ОФЗ). К концу марта она достигла 8,57%, 8,69%, 8,72% и 8,73% соответственно, а премия к ключевой ставке составляла 257–273 б. п. Затем доходность по этим бумагам снизилась и в течение следующих шести месяцев не превышала 6,93%, 7,06%, 7,11% и 7,18% соответственно, а премия по отношению к падающей ключевой ставке стала расти.

С конца второго квартала по октябрь доходность таких бумаг сроком десять и более лет увеличилась с 6,01–6,83% до 6,45–7,1%. Таким образом, за третий квартал доходность упомянутых ОФЗ содержала премию к ключевой ставке в пределах 184–262 б. п. против 53–114 б. п. во втором квартале.

Третий квартал 2020 года показал, что с наступлением «разморозки» на кредитном рынке и адаптацией к новым условиям повысилась активность и на рынке долгосрочных облигаций (со сроком погашения более 7 лет). Здесь, вероятно, сказалась работа властей и компаний по поиску средств для реализации инвестиционных программ.

Так, суммарно во втором и третьем кварталах произошло размещение 16 выпусков (по данным на конец сентября) на общую сумму 254 млрд руб., попавших в нашу выборку, включая три выпуска вечных бондов. При этом на третий квартал пришлось 7 выпусков на 156 млрд руб. (количество и объем могут быть скорректированы к следующему выпуску InfraOne Research Quarterly, поскольку данные о некоторых размещениях поступают в базы с задержкой).

На сектор **корпоративных заимствований** за два последних квартала пришлось наибольшее количество выпусков — двенадцать — со сроком

*Облигации СФО «Социального развития» стали первыми социальными облигациями на отечественном рынке. Они прошли верификацию в соответствии с принципами социальных облигаций (SBP) Международной ассоциации рынков капитала (ISMA) и были включены в сектор устойчивого развития Московской биржи. Такие вложения дают пониженный коэффициент риска по сравнению с корпоративными бондами, хотя в российском законодательстве до сих пор не «расшиты» достаточные возможности вкладывать в такие бумаги для НПФов.*

*Группа «ВИС» также планирует облигационные заимствования для финансирования реализуемых ею проектов государственно-частного партнерства. Размещение ожидается в октябре 2020 года. Планируемые параметры выпуска: объем размещения – до 2,5 млрд рублей, срок обращения – 7 лет с офертой через 3 года, купоны выплачиваются поквартально.*

*Подробнее о российском рынке концессионных бондов и ставкам купонов по ним на конец 2019 года читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research «Бонды для инфраструктуры 2019»*

погашения более семи лет суммарным объемом 245 млрд руб. Эмитентами выступили компании из отраслей, менее других пострадавших от режима ограничений (ФСК ЕЭС, АФК «Система», МТС), частный оператор водоснабжения и водоотведения «РВК-Инвест», а также госкомпании «Почта России» и РЖД. Полученные в результате размещения денежные средства эти компании направят на общекорпоративные цели (в том числе рефинансирование текущих кредитных обязательств) и финансирование инвестиционных программ.

Коридор ставок по этим размещениям по итогам третьего квартала снизился на 0,6–0,95 п. п. (по сравнению с аналогичными показателями на конец второго квартала) вслед за снижением ключевой ставки Банка России и составил 5,9–7,55% годовых. При этом доходность по выборке в среднем на 0,14–1,71 п. п. выше доходности пяти- и семилетних ОФЗ (5,58% и 6,03%), а доходность по бессрочным бумагам РЖД превышает доходность кривой по десятилетним и более долгосрочным облигациям федерального займа.

В сегменте проектных облигаций 30 июня прошло размещение первых в стране **социальных облигаций**. Эти эмиссии на 5,6 млрд руб. и со сроком погашения 6,5 лет были обеспечены потоками по кредитному договору и договору займа на строительство 12 объектов социальной инфраструктуры в Якутске, относящихся к дошкольному, общему и дополнительному образованию и культуре.

Два старших транша размещались с известным фиксированным купоном, выплачиваемым ежеквартально в течение почти 7 лет. Размещение с заранее установленной ставкой купона обычно характерно для муниципальных и субфедеральных бумаг. По траншу «А» объемом более 3,2 млрд руб. ставка купона составила 10,21%, а цена размещения составила 108% от номинала, инвесторы проявили высокий интерес к бумаге (размещение прошло с двукратной переподпиской). По траншу «Б» объемом почти 1,8 млрд руб. купон был зафиксирован в размере 16,31%, а размещение прошло по цене 115% от номинала. Младший транш «М» в соответствии с требованиями законодательства был выкуплен одним из оригинаторов (ООО «Компания проектного финансирования»).

На наш взгляд, за исключением этих эмиссий с фиксированными купонами, у обращающихся выпусков проектных облигаций купон сохранился в том же диапазоне (9,84–10,44%).

В третьем квартале рынок **инфраструктурных облигаций (концессионных бондов)** пополнился новым эмитентом с концессионным проектом в сфере автодорог в Москве. В августе Новая концессионная компания, занимающаяся строительством Северного дублера Кутузовского проспекта, провела первый выпуск облигаций на 3 млрд руб. с индексируемым номиналом, сроком обращения почти 30 лет и выплатой купона раз в полгода. Компания готовит еще 11 выпусков почти на 50 млрд руб.

Коридор ставок купона в сегменте концессионных облигаций за это время «просел» по нижней границе, но по-прежнему есть выпуски со ставками купона выше, чем верхняя граница сегмента корпоративных бондов.

Во втором и третьем кварталах 2020 года стало известно о сокращении количества купонных периодов и изменении их длительности по выпускам концессионных бондов «Управления отходами – НН», «Управления отходами» и «РСБ ХМАО». Выплаты, которые должны были состояться в 2020 году, перенесли на 2022-й и в последних двух случаях на 2023 год соответственно. Причины переноса в скорректированных эмиссионных документах не указываются, но подобные изменения согласованы с представителем владельцев облигаций и держателями облигаций.

### **Инфраструктурные бонды: возможности и неясности**

Власти планируют более активно привлекать средства в отрасль с помощью долговых инструментов (в частности инфраструктурных облигаций) Оценочный объем привлечения на горизонте двух-трех лет составляет до 1 трлн руб.

Согласно внесенным весной изменениям в стандарты эмиссии ценных бумаг инфраструктурные облигации выпускаются под проекты, реализуемые по 115-ФЗ и 224-ФЗ. Но тогда они (как, например, облигации СОПФ или концессионные бонды) должны быть «привязаны» к конкретному проекту и иметь целевое назначение.

Пока из заявлений властей об инфраструктурных облигациях следует, что средства, вероятнее всего, будут заимствоваться госкомпаниями и расходоваться по «котловому» принципу. В этом случае неясно отличие инфраструктурных облигаций, по крайней мере в том виде, в котором их анонсируют, от корпоративных аналогов. Их использование госкомпаниями возможно, но в случае слишком активного применения может способствовать более быстрому наращиванию скрытого долга страны, чем если бы это происходило за счет проектного финансирования с участием частных инвесторов.

На наш взгляд, достижение амбициозных целей правительства по привлечению в инфраструктуру таких масштабных средств будет сдерживаться осторожностью потенциальных инвесторов, а также отсутствием нужного количества готовых проектов на рынке. Одновременно запуск большого количества «сырых» инициатив может привести к тому, что средства будут потрачены неэффективно.

Причем из-за «клубности» этого сегмента рынка обоюднo согласовать необходимость изменений по выплатам купонов с владельцами бумаг не должно было составить труда.

Мы связываем такое решение с возможным изменением в экономике проектов, вероятного снижения денежных потоков для покрытия выплат купонов. Среди событий, влияющих на деятельность эмитента, могут быть, например, задержка в выдаче разрешений/лицензий на проведение очередных этапов строительства/модернизации объектов по переработке отходов в связи с ограничениями из-за коронавируса, увеличение сроков согласований.

На наш взгляд, активность корпоративных заемщиков в следующие кварталы будет определяться большей свободой действий на рынках облигационного заемного капитала в отличие от традиционного кредитования. Из-за повышения требований, предъявляемых к заемщикам, последние, скорее, будут склонны брать в долг на облигационном рынке. Особенно активными на этом рынке, на наш взгляд, будут крупные государственные, квазигосударственные и компании, которым необходимо выполнять собственные инвестиционные программы и программы обновления мощностей.

**Вечные облигации.** Дебютное размещение выпуска вечных бондов в нефинансовом секторе произошло в конце второго квартала 2020 года. Эмитентом стала РЖД, объем выпуска составил 30 млрд руб. со ставкой купона 6,55% и премией к пятилетним ОФЗ+1,55%, что почти на 0,5–0,6% выше, чем по корпоративным облигациям компании с погашением или офертой в 2025 году (когда возможен выкуп этих бессрочных бумаг).

В начале сентября стал известен механизм компенсации при отказе компании выплачивать купон по этой бессрочной бумаге: ВЭБ. РФ за счет федеральной субсидии должен будет перечислять средства в депозитарий для расчета с держателями бондов.

Вечные облигации в большей части признаются капиталом и не сильно повышают долг компании, что дает возможность реализовывать инвестиционные программы в условиях кризиса без существенного их сокращения. Природой вечных облигаций заложено, что погашения производятся после удовлетворения требований всех остальных кредиторов. Кроме того, эмитент имеет право отказаться от выплаты купонов в одностороннем порядке. В случае с вечными бондами РЖД государство гарантирует выплату купонов держателям даже при таком неблагоприятном развитии событий.

Через месяц после первой «пробы» рынка РЖД организовала второй выпуск вечных бумаг. Объем размещения составил 20 млрд руб. со ставкой купона 7,3% (спред к семилетним ОФЗ плюс 1,75%). Выкуп эмитентом предусмотрен также через каждые 5 лет. В этом выпуске не предполагается увеличение ставки купона в случае неисполнения первого колл-опциона, повышение заложено лишь при втором колл-опционе, то есть на 10-й год размещения (в первом выпуске это происходило на 5-й год размещения).

В конце сентября прошло размещение очередного третьего транша вечных бондов РЖД, причем эти облигации стали первыми «вечнозелеными» на отечественном рынке, а сама эмиссия оказалась крупнейшей рыночной в российском корпоративном сегменте.

Разместить планировали не менее 20 млрд руб., но в итоге объем эмиссии увеличили до 100 млрд руб. Ставка первого купона – 7,25% годовых (премия к доходности пятилетних ОФЗ составила плюс 1,65%), период выплаты – раз в полгода.

Привлеченные средства направят на финансирование приобретения электровозов, поездов для пассажирских перевозок и строительство железнодорожной инфраструктуры. Каждые 5 лет предусмотрена возможность выкупа бумаг эмитентом.

Этот выпуск признан зеленым в соответствии с принципами зеленых бумаг ICMA, а также разрабатываемой национальной методологией ВЭБ.РФ. Впрочем, пока этот статус, скорее, маркетинговый, так как инвесторы в такие бумаги в России никаких преференций по сравнению «незелеными» вечными облигациями не получают.

На рынок бессрочных облигаций также намеревается выйти «Газпром». Его дочерняя структура – «Газпром Капитал» – подала на регистрацию в Банк России программу бессрочных облигаций объемом до 150 млрд руб. Полученные денежные средства планируется направить на выполнение программы газификации регионов и повышение ее уровня с 71,4% до 74,7%.

В рамках этих мероприятий «Газпром» планирует подключать потребителей на участке «последней мили» – внутри населенных пунктов, что снимет эту обязанность с регионов. Подобные масштабные планы могут быть профинансированы за счет выпуска бессрочных бондов, а не снижения дивидендов. Пока неизвестно, будут ли эти вечные бумаги обеспечены гарантиями со стороны государства.

На наш взгляд, в четвертом квартале тренд на привлечение средств через вечные облигации укрепится, но большого числа новых эмитентов мы до конца 2020 года не ждем.

*Подробнее о плюсах вечных бондов для эмитента и держателей, а также международной практике вечных заимствований читайте в [InfraOne Research Weekly #15 \(39\) 2020](#).*

**Equity.** Собственный капитал инвестора в проектном финансировании – самая рискованная инвестиция в проект, так как в очередности погашения она стоит после кредитных средств и облигационных займов. Причем, как правило, банки готовы кредитовать, только если около 10–30% объема проекта финансирует сам инвестор. Это дает гарантию, что его интерес к реализации инвестпроекта и завершению стройки/реконструкции сохранится. Для концессий, особенно крупных, финансовые организации традиционно ориентируются на более низкую планку минимального размера собственных средств заемщика в проекте – около 10%.

Повышенный риск вложений инвестора в проект обуславливает большую ожидаемую доходность. Инвестор планирует уровень возврата средств, превышающий ставку банка по кредиту в 1,5–2 раза. Так как общий уровень ставок по заемному финансированию имеет тенденцию к некоторому снижению, мы считаем, что и ожидания по доходности на собственный капитал также несколько снижаются.

**Таблица 1. Сравнение стоимости заемного финансирования, в том числе проектного и инфраструктурного, в России**

Для сравнения в качестве заемщика принимается компания, связанная с публичной инфраструктурой (естественная монополия, промышленная или строительная компания), либо специальная проектная компания (СПК), созданная для реализации инфраструктурных инвестиционных проектов.

Данные на конец сентября 2020 года.

«-» – недостаточно информации в открытом доступе, либо отсутствует практика применения инструмента

Показатель	Проекты, финансируемые без государственного участия		Проекты, финансируемые с государственным участием				
	Корпоративное финансирование	Инвестиционные проекты по созданию объектов инфраструктуры (исключая строительство коммерческой недвижимости)	Проектное финансирование (PF)				
			Концессии				
Право собственности на основной объект	Частный инвестор	Частный инвестор	Государство				
Право собственности на иное имущество	Частный инвестор	Частный инвестор	Варианты: частная сторона или государство				
Банкуемость	Средняя – высокая (возможны преференции при хорошем кредитном рейтинге заемщика или хороших показателях кредитных ковенант)	Средняя – высокая	Высокая (при объеме проекта свыше 3–4 млрд руб.) При оценке привлекательности дополнительную роль играет финансовая устойчивость концедента				
Подход к оценке заемщика	Консервативный (возможны улучшения при хорошем кредитном рейтинге заемщика или хороших показателях кредитных ковенант)	Более гибкий (для российского рынка может иметь значение конечный бенефициар проекта)	Более гибкий (при наличии у банка опыта работы с таким инструментом) Предъявляются несколько другие требования (например, наличие прямого соглашения)				
Увеличение долговой нагрузки на компанию-бенефициара (отражение займа на балансе)	Да	Нет, при отсутствии контроля (50% долей/акций или иной контроль)					
Необходимость передавать в залог создаваемый основной объект	Да	Да	Нет				
Распределение рисков	На компании-заемщике	На СПК (между участниками проекта)	Между участниками СПК и публичной стороной				
Риски для основного бизнеса	Неуправляемые. Риск на основном бизнесе	Управляемые. Локализируются в рамках проекта					
Защищенность от изменения налоговой нагрузки	Отсутствует	Отсутствует	Да. Правило «дедушкиной оговорки»				
Защищенность от изменений законодательства	Отсутствует	Отсутствует	Средняя. Правило «дедушкиной оговорки»				
Софинансирование со стороны государства	-	-	Возможно (механизм встроены в законодательство)				
<b>КРЕДИТОВАНИЕ</b>							
Объем капитальных затрат по проекту, млрд руб.	>20	10–40	<3	3–20	20–70	>70	
Ставка по кредиту, % годовых	Фиксированная	7,45–10,5*	9,2–11	9,3–12	-	-	9,43–9,5 **
	Плавающая	Ключевая ставка (КС) + 2,39–5,5	КС + 2–3,75	КС + 3–4		КС + 2–2,5	КС + (1,2–2,3) ** Меньшая ставка достигается при ее субсидировании со стороны института развития
Срок кредита, лет	Средний	До 7	4,5–10	7–10			
	Максимальный	12	11–12	10–12			Исключения по сроку могут быть предусмотрены для крупных проектов – до 20 лет
Максимальный резерв по кредиту согласно правилам ЦБ, % от суммы	До 100 (меньший резерв по кредиту могут получить госкомпании и ограниченное число финансово устойчивых игроков)	0–20	0–20 (крупнейшие госбанки с опытом на рынке, как правило, оставляют нулевые резервы в соответствии со своей внутренней политикой)				
Льготный период (по телу долга) ***, лет	Средний	-	3	-	2		
	Максимальный	Может быть ограничен периодом строительства по договору	3,5–4	3 (обычно ограничивается сроком строительства объекта)			

\* Данные Банка России.

\*\* Заимствование возможно в форме синдицированного кредита.

\*\*\* Отсрочка погашения тела кредита регулярными платежами для снятия нагрузки с заемщика. Обычно предоставляется в случае строительства объекта с «нуля» (greenfield) и обычно отсутствует в brownfield-проектах.



Показатель	Проекты, финансируемые без государственного участия		Проекты, финансируемые с государственным участием			
	Корпоративное финансирование	Инвестиционные проекты по созданию объектов инфраструктуры (исключая строительство коммерческой недвижимости)	Проектное финансирование (PF)			
			Концессии			
Комиссия за предоставление (открытие) кредитной линии, % от предоставляемой суммы	0,5–1	0,5–1,5	1	0,5–1	0,5	0,25–0,5 (при субсидировании ставки со стороны института развития) возможно распределение этой суммы во времени
Комиссия за невыборку кредита, % годовых от суммы неиспользованного лимита	–	0,4–1	1	0,5–1	0,5	0,3–0,5
Требование к поддержке уровня DSCR (финансовый коэффициент покрытия долга)	1,2	1,2–1,3	1,2 (зависит от отрасли реализации проекта. Например, в образовании этот показатель может составлять 1 (при условии наличия резервного счета по обслуживанию долга), а в ЖКХ может быть и 1,4)			
Требование по минимальному размеру собственных средств заемщика в проекте, % от стоимости проекта	Не применимо	15–30	До 10–20 (в концессионных проектах возможно закладывать наличие акционерного капитала на уровне 10%, хотя в таком случае проект становится «агрессивным» для кредитуемой организации. Возможно привлечение капитала через субординированные займы от акционеров)			
<b>ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>						
Объем капитальных затрат по проекту, млрд руб.	>20	10–40	<3	3–20	20–70	>70
Выпуски с погашением минимум через семь лет, прошедшие размещение во втором и третьем квартале 2020 года	В выборку попали выпуски объемом свыше 1 млрд руб. Включают компании агропромышленного и сельскохозяйственного сектора, ИТ-сферы, связи, транспортного, энергетического и строительного секторов (исключая жилищное строительство) и монополии, такие как РЖД, МРСК, Русгидро.	В выборку попали выпуски объемом свыше 0,5 млрд руб. Включают выпуски облигаций на выполнение инвестиционных проектов таких компаний, как РЖД, ЗСД и прочих.	Концессионные выпуски для проектов размером до 3 млрд руб. приходятся на сферу ТКО, некоторые проекты водоснабжения, социальную инфраструктуру (спортивные объекты).	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 3 до 20 млрд руб. приходятся на сферы водоснабжения, теплоснабжения.	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 20 до 70 млрд руб. приходятся на сферы водоснабжения, тепло-снабжения, автодорог и городского рельсового транспорта.	Планируется выпуск облигаций под концессионный проект строительства железнодорожной ветки Кызыл – Курагино в объеме почти 120–135 млрд руб. Первые выпуски хотели разместить в 2018 году, но проект еще не прошел стадию финансового закрытия, поэтому эмиссию мы ждем не раньше начала 2021 года.
Комиссия за организацию выпуска, % от объема размещения	0,05–0,5	0,5–3 (чем сложнее выпуск, тем выше комиссия)				
Срок обращения, лет	Средний	7–10	7–10	14	14	–
	Предельный	15/бессрочный	30	49 (выпуск Тверской концессионной компании, по которому 23 августа 2017, 2018, 2019 и 22 августа 2020 годов произошли дефолты по выплатам купонного дохода, с 8 ноября 2018 года прекращены торги на Московской Бирже)		
Ставка купона, % годовых	Фиксированная (средняя)	5,9–7,55	10,21; 16,31 Ставки по обращающимся выпускам:	В текущем периоде выпусков не было. Ставки по обращающимся выпускам:		6,2 Ставки по обращающимся выпускам:
	Плавающая	КС + 2,5	9,84–10,44	4; 5,77–10	8,5–9,1	5,31–10
Частота выплат купона	Средняя	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие	Год/полугодие	Год/полугодие/квартал
	Минимальная	Ежемесячно	Квартал	Квартал	Квартал	–
Льготный период, лет	Средний	Нет	Нет	0,5–2 в текущем периоде выпусков не было	–	–
	Максимальный	–	–	2,5	–	–

Источник: данные проектов, банков, Cbonds, Finam. Bonds, расчеты и анализ InfraOne Research (в том числе по заключенным и готовящимся концессионным соглашениям)

## 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](http://infraone.ru)**