

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3972,89	↑5,8%	S&P Global Infrastructure	2602,81	↑2,3%	S&P Green Bond Index	151,67	↓4,3%
MSCI EM	1316,43	↑1,9%	S&P EM Infrastructure	1780,1	↑0,2%			
MSCI Russia	701,05	↑4,8%	S&P Asia Infrastructure*	1841,74	↑2,3%			

Данные индексов на последний рабочий день первого квартала (31 марта 2021 года). Данные о динамике индекса за первый квартал (с 31 декабря 2020 года по 31 марта 2021 года).

* Ранее мы публиковали здесь данные индекса S&P High Income Infrastructure, но с конца февраля 2021 года информация о нем недоступна.

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Алексей Жундрик
zhundrikov@infraone.ru

Quarterly #1 2021

Инвестиции в инфраструктуру: сколько стоили деньги для отрасли в начале 2021-го?

Первый квартал 2021 года прошел под знаком постепенного восстановления спроса и экономических показателей в реальном секторе, а также улучшением эпидемической ситуации с Covid-19. Главным событием в финансовой сфере стало первое с декабря 2018 года повышение ключевой ставки – на 0,25 п. п., до 4,5%. Хотя это и прогнозировали аналитики, большинство экспертов считало, что удержание ставки на исторически низком уровне может продлиться дольше: до конца 2021 года.

Повлияли ли эти события на ставки по банковским кредитам для игроков инфраструктурного рынка? Продолжилось ли оживление в сфере облигационного финансирования, наблюдавшееся во второй половине 2020-го? Что будет происходить на рынке заимствований в течение года?

- Переход Банка России от снижения ключевой ставки к ее постепенному повышению приведет в среднесрочной перспективе и к росту стоимости заемного финансирования. Поскольку проектные риски по-прежнему высоки, то они не смогут компенсировать увеличение базовой ставки и обеспечить на протяжении следующих кварталов сохранение прежних условий банковского кредитования инфраструктурных инициатив.
- Средневзвешенный уровень ставок по долгосрочным кредитам (свыше трех лет), по данным ЦБ, до пересмотра ключевой ставки менялся не более, чем на 0,5 п. п. в обе стороны. Эти изменения не отразились на коридоре ставок по кредитам под инфраструктурные инвестиционные проекты (7,45–12%). Плавающие ставки в этот период складывались из ключевой ставки Банка России плюс 2,4–5,5%, но чаще всего условия зависели от репутации и кредитного рейтинга заемщика.

- На рынке средне- и долгосрочных облигационных заимствований инфраструктурного и смежного секторов в первом квартале 2021 года было размещено пять выпусков на 111,5 млрд руб. против девяти на 90,6 млрд руб. за аналогичный период 2020-го. По отношению к предыдущему кварталу общий объем размещений снизился в 2,2 раза, но это связано с «сезонностью» рынка размещений (наиболее активные заимствования происходят в четвертом квартале) и высоким интересом к инструменту вечных бумаг в конце прошлого года.
- Мы полагаем, что бессрочные бонды будут востребованы рынком и в 2021 году. В первом квартале РЖД уже провела на Московской бирже одно подобное размещение на 24 млрд руб., а во втором – инструмент могут опробовать и структуры «Газпрома» в рамках зарегистрированной программы на 150 млрд руб. Доля средств привлеченных таким способом на рынке значительна: более половины (53%) облигационных заимствований исследуемого нами сегмента средне- и долгосрочных облигаций инфраструктурной сферы в прошлом году пришлось на вечные бонды РЖД. В 2020 году компания привлекла с их помощью 313 млрд руб.
- Ставки текущих купонов корпоративных долгосрочных облигаций инфраструктурных компаний в первом квартале были в диапазоне 4,5–7,8% годовых. При этом нижняя граница выросла вместе со значением ключевой ставки ЦБ, а верхняя – опустилась на 0,7 п. п. Индикативная доходность по выборке в среднем на 0,1–1,4 п. п. выше средней доходности пяти- и семилетних ОФЗ в первом квартале (6,07% и 6,45%). Диапазон фиксированных ставок купонов по проектным облигациям остался на уровне 9–10,44%, а плавающих по текущему купону – в диапазоне 7,77–8,68%.
- Для концессионных бондов диапазон ставок также остался в прежних границах: от 4% до 10%. Их доходность превышает доходность большинства корпоративных семилетних и более долгосрочных облигационных бумаг. На наш взгляд, в 2021 году общему объему рынка обращающихся концессионных облигаций удастся вырасти до 110 – 120 млрд руб., даже несмотря на то, что одна из самых ожидаемых крупных эмиссий (по проекту Кызыл – Курагино), в ближайшие годы не состоится.

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 приводятся 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.

Также в обзоре сравниваются текущие условия на рынке облигационного финансирования: размер купонов, 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 феврале на первом в 2021 году заседании совет директоров Банка России оставил ключевую ставку неизменной, но уже в марте повысил ее на 0,25 п. п., до 4,5%. Рекордно низкая ставка продержалась почти восемь месяцев – дольше чем любая другая за последние пять лет. Такая стабильность сыграла свою роль: ставки кредитования в первом квартале 2021 года оставались в том же диапазоне, что и в четвертом квартале 2020-го: от 7,45% до 12%.

Как следовало из февральского доклада о кредитно-денежной политике, потенциал смягчения последней исчерпан, так как это может привести к дальнейшему росту проинфляционных рисков. Там же заявлялось, что условия в течение 2021 года останутся мягкими и увеличат объемы кредитования компаний реального сектора на 7–11%. Регулятор также отмечал повышенные риски для реализации базового сценария и постепенное снижение влияния эпидемической обстановки на экономическую ситуацию (хотя коронавирусная угроза продолжает оставаться значимой и полностью связанное с ней ухудшение обстановки исключить нельзя).

В феврале ЦБ прогнозировал инфляцию на уровне 3,67–4,2%, ее ускорение к марту 2021-го до 5,7% привело к решению о повышении ставки. В следующий раз размер ключевой ставки планируют рассмотреть 23 апреля 2021 года. Не исключено, что она останется прежней, но в целом до конца второго квартала может увеличиться еще на 0,25–0,5 п. п. Тренд на повышение ключевой ставки до 5–6% сохранится и в следующие кварталы. Поэтому в среднесрочной перспективе мы ждем соответствующего роста кредитных ставок.

Из-за снижения финансовой устойчивости компаний в перспективе возможно повышение ставок по займам, ограничение сроков и объемов их предоставления, кроме того, к кредитам могут выдвигаться дополнительные залоговые требования. Пока эти процессы для компаний-заемщиков сдерживаются мерами господдержки: например, льготными ставками, но такая возможность доступна не всем организациям.

Окончание программы послабления по резервированию кредитов крупным компаниям, которую регулятор продлил до конца первого квартала 2021 года, может привести к росту доли «плохих» заимствований на балансе банков. Много будет зависеть от способности крупных компаний восстановить свое финансовое положение.

Статистические данные Банка России указывают на рост объемов кредитования нефинансового сектора (38,66 трлн руб. на начало марта 2021 года), в то время как в течение 2020 года этот объем не пересекал отметку в 37,8 трлн руб. На этом фоне происходит рост объемов резервов на возможные потери. Количество прибыльных банков снижается, хотя по итогу 2020 года их количество возросло до 291 организации. Для сравнения на конец сентября 2020-го их было 275 – столько же, сколько и на начало февраля 2021 года, а до пандемии (на начало 2020 года) их количество составляло 333 штуки.

Из-за избыточного предложения по кредитованию, уровень ставок сейчас является конкурентной составляющей. Но поскольку финансовые институты не захотят значительно снижать свою доходность, дополнительная маржа может перекладываться в размер сопровождающей комиссии.

На рынке проектного финансирования, по нашей оценке, также не произошло значительного изменения диапазона ставок. На начало 2021 года стоимость кредитования для реализации корпоративных инвестпроектов, оставалась в прежнем, что и все последнее полугодие, диапазоне: 7,45–10,5%. У эмитентов с хорошим кредитным рейтингом и высокой активностью по заимствованиям по-прежнему есть возможность привлекать финансирование на выгодных для себя условиях.

Долги приближаются к лимитам

Интерес корпоративного сектора к рефинансированию своих долговых обязательств не угасает.

По предварительным итогам 2020 года многие компании промышленного и инфраструктурного секторов значительно увеличили кредитные портфели и почти достигли пределов долговой нагрузки, в том числе лимитов на одного заемщика у банков.

Так, по данным РЖД за три квартала 2020 года, объем кредитного портфеля госкомпании возрос до 1,7 трлн руб., а годом ранее был на 0,2 трлн руб. меньше. Наибольшее пропорциональное увеличение пришлось на краткосрочные заимствования до 1 года (возросли до 29%, против лишь 22% годом ранее), а объем кредитных обязательств сроком более пяти лет составил по итогам 2020-го 946 млрд руб. (или 55% портфеля) против 916 млрд руб. (63% портфеля) в 2019-м. Также значительно возросли объемы займов через банки — 497 млрд руб. (29% портфеля) по сравнению с 353 млрд руб. (24% портфеля) годом ранее.

По данным отчетности «Газпрома» за три квартала 2020 года, долговые обязательства монополии

увеличились на 41% (почти до 4,5 трлн руб.) по сравнению с концом 2019 года (тогда объем чистого долга составлял 3,2 трлн руб.), хотя здесь было значительное влияние увеличения курса доллара США и евро к российскому рублю.

Но есть и такие компании, которые все еще далеки от достижения лимитов по долговой нагрузке: так, группа «РусГидро» по итогам 2020 года имела доступный к выборке объем привлечения долгосрочного финансирования до 242,8 млрд руб., а годом ранее он составлял 209,1 млрд руб. У «РусГидро» неиспользованный лимит по программе облигаций со сроком обращения до 20 лет в 2020 году не изменился и по-прежнему составляет 160 млрд руб. из 200 млрд руб.

Реструктурирование долга по более низким ставкам в банках или за счет выпуска облигационного займа (в том числе вечных бумаг, где часть займа может быть отнесена на капитал) позволяет управлять долговой нагрузкой корпоративных игроков и находить средства для реализации инвестиционных программ.

Государство и инвестиционные стимулы

В конце 2020 года правительство позволило предпринимателям, заинтересованным в проектах реконструкции, модернизации или открытия социальных учреждений получить льготные кредиты. Одно из условий — обслуживание населения в течение минимум 10 лет с начала или возобновления эксплуатации. Подразумевается, что частная сторона, взяв кредит на срок более 10 лет, сможет не выплачивать по нему проценты в размере ключевой ставки ЦБ РФ (банку эти проценты будут компенсированы субсидией правительства).

Также на рынке предложили создать фонд докапитализации банков, из которого можно было бы направлять накопленные средства на проектное финансирование. Объем фонда может составить до 2 трлн руб., эти средства банки могли бы использовать как целевой капитал на возвратной основе, чтобы профинансировать проекты в инфраструктуре и промышленности. Предполагается, что банк, обладающий необходимым уровнем рейтинга и соответствующий критериям прозрачности, будет выдавать деньги на конкретные, одобренные его кредитным комитетом, проекты. Взамен он будет получать от государства средства на выкуп своих субординированных облигаций.

В более выгодном положении на инфраструктурном рынке, на наш взгляд, остаются концессионные проекты. Из-за того, что часть рисков возложена на государство, ставки для концессионеров могут быть привлекательнее, чем под проекты, которые реализует исключительно частная сторона, и, тем более, чем для строительных компаний, привлекающих кредиты под госконтракты и заказы по 223-ФЗ. В итоге надбавка за риск в концессиях если и растет, то меньшими темпами, чем в иных типах проектов (а в некоторых случаях может сохраняться на прежнем, докризисном уровне).

В средне- и долгосрочной перспективе, на наш взгляд, возможен небольшой рост ставок кредитования из-за необходимости покрыть расходы по проблемным кредитам после отмены послаблений по резервированию. Причем это не отменяет вероятности роста комиссий для восполнения недополученных процентных доходов.

Облигации. По нашей оценке, в течение первого квартала 2021 года доходность облигаций федерального займа (ОФЗ) в среднем выросла на 35–70 б. п.

Так, в конце 2020 года доходность по 10-, 15-, 20- и 30-летним бумагам была на уровне 6,2%, 6,58%, 6,77% и 6,97% соответственно, а премия по отношению к ключевой составляла 195–272 б. п. В первом квартале 2021-го разрыв между новым уровнем ключевой ставки и доходностью ОФЗ несколько расширился до 228–280 б. п., а значения доходности были 7,1%, 7,27%, 7,36% и 7,45%. Увеличение доходностей средне- и долгосрочных ОФЗ во многом было связано с ростом процентных ставок на глобальном финансовом рынке.

Экономический кризис и расширение доступных инструментов на рынке для государственных и корпоративных заемщиков постепенно ведет к увеличению рынка облигационных займов. Использование последних для рефинансирования долга позволяет удлинять сроки заимствования по сравнению с традиционными банковскими кредитами, то есть производить их на срок свыше семи лет.

Рост ключевой ставки также может привести к увеличению интереса к облигациям. Доходность долговых инструментов, в первую очередь бондов с привязкой купонных ставок к ключевой, позволяет увеличить доходность инвестора. Таким образом, повышение ключевой ставки ведет к соответствующему увеличению купонных ставок таких облигаций и – в зависимости от дюрации – к росту цен на бумаги.

Наиболее востребованным выпуск облигаций становится для крупных компаниям с высоким кредитным рейтингом. Проведенные размещения наиболее длинных корпоративных облигационных займов показывают, что большинство эмитентов относятся к государственному и квазигосударственному секторам, а также к системно значимым предприятиям.

В первом квартале 2021 года на рынке облигаций, имеющих отношение к инфраструктуре и смежным секторам (включая корпоративные, концессионные и др.), провели пять размещений общим объемом 111,5 млрд руб. По количеству выпусков за первые три месяца года рынок «сжался», но по объемам вырос: в первом квартале 2020-го провели 9 эмиссий на 90,6 млрд руб.

По сравнению с предыдущим кварталом, показатели уменьшились: за последние три месяца 2020-го провели 10 размещений на 239,5 млрд руб. Но это не говорит о снижении интереса к инструменту: в начале года к таким заимствованиям прибегают традиционно меньше, чем в конце (см. рисунок 1). Кроме того, основные объемы во втором полугодии прошлого года обеспечили размещения вечных бондов компанией РЖД.

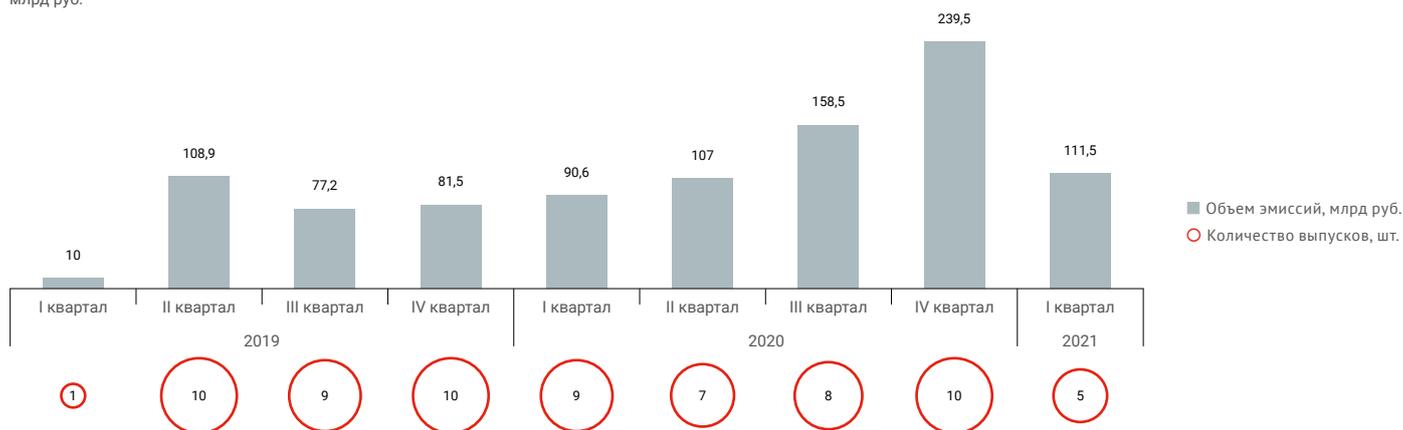
Мы отслеживали условия размещенных в четвертом квартале 2020-го и первом квартале 2021 года выпусков корпоративных бондов со сроком погашения более семи лет и с объемом свыше 1 млрд руб. Эмитенты относились к инфраструктурным и смежным секторам (агропромышленному и сельскохозяйственному сектору, ИТ-сфере, связи, транспортному и строительному сектору без жилищного строительства и естественным монополиям).

У проектных бондов пороговым значением по объему было 500 млн руб. для размещенных выпусков с погашением как минимум через семь лет. Из концессионных облигаций в выборку попали все размещенные за последние шесть месяцев выпуски.

На рынке отслеживаемых нами облигаций в 2020 году произошло 34 эмиссии на 595,6 млрд руб. На вечные бумаги РЖД приходится 53% от этого объема займов. Компания в прошлом году за счет семи бессрочных выпусков привлекла 313 млрд руб. В 2021 году она продолжает привлекать средства таким образом. В первом квартале РЖД провела одно размещение на 24 млрд руб. на Московской бирже, а также на 250 млн швейцарских франков (20 млрд руб.) на Швейцарской бирже.

Рисунок 1. Распределение облигационных выпусков инфраструктурных компаний в 2019–2021 годах

млрд руб.



Источник: данные Cbonds, анализ InfraOne Research

Основной объем эмиссий вновь пришелся на сектор **корпоративных заимствований**. В первом квартале 2021-го было размещено четыре выпуска на общую сумму 106,5 млрд руб. Эмитентами выступили компании, активно участвующие в таких заимствованиях практически каждый квартал: АФК «Система», РЖД, а также структура ВТБ, управляющая недвижимостью («Вересаева 6»). Полученные денежные средства компании направят на общекорпоративные цели (в том числе рефинансирование текущих кредитных обязательств) и финансирование инвестиционных программ.

Коридор ставок по этим размещениям за первый квартал сохранил нижнюю границу на уровне ключевой ставки (4,5%), а верхняя граница снизилась на 0,7 п. п., до 7,8% годовых. При этом индикативная доходность по этим размещениям в среднем на 0,08–1,4 п. п. выше средней доходности за первый квартал 2021 года пяти- и семилетних ОФЗ соответственно (6,07% и 6,45%).

Ставки в первые периоды выплаты купонов (первые 5–10 купонов) у размещений чаще всего установлены «вручную», чтобы привлечь инвесторов более высокими выплатами, а затем уровень купона становится рыночным. При анализе расширенной выборки облигаций эмитентов корпоративного сектора по бумагам, обращающимся более семи лет в объеме более 1 млрд руб. и размещенных с 2009 года, коридор значений текущего купона при плавающей ставке составляет 4–7,8% (для обращающихся 38 выпусков), а для фиксированной: 5,4–11,58% (для почти 90 выпусков).

Стоит отметить, что в 2020–2021 годах все чаще эмитируют бонды с плавающей ставкой по купону: в 2020 году у девяти размещений из 31-го установлен плавающий купон, привязанный к ключевой ставке Банка России или доходности ОФЗ. А в первые три месяца 2021 года из четырех выпусков корпоративных облигаций со сроком погашения более семи лет плавающей ставкой «обладали» две эмиссии.

В сегменте **проектных облигаций** коридор фиксированных ставок составил 9–10,44%, в то время, как при плавающих ставках диапазон текущего купона составляет 7,77–8,68% (без учета выпусков «СФО Русол 1» класса Б и В).

Ставки текущих купонов в сегменте **концессионных облигаций** в первом квартале 2021-го находились в диапазоне 4–10%. С точки зрения ставок купона после размещения концессионные и проектные бумаги предлагают доход в тех же границах, что и корпоративные облигации инфраструктурных и государственных компаний, но зачастую ближе к верхней отметке этого диапазона.

Подробнее о российском рынке концессионных бондов и ставкам купонов по ним на конец 2020 года читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research «Бонды для инфраструктуры 2020».

Концессионные облигации помимо целевого сбора средств под нужды конкретного проекта позволяют инвесторам влиять на ход его реализации и при значительном ухудшении показателей смягчать экономические потери. В классических корпоративных облигационных заимствованиях инвестор не может воздействовать на деловую и инвестиционную активность заимствующей компании.

В феврале 2021-го состоялось второе размещение облигаций под строительство дублера Кутузовского проспекта в Москве в рамках концессионного соглашения, выполняемого Новой концессионной компанией. Второй выпуск в объеме 5 млрд руб. имеет срок погашения почти 30 лет и ставку первого и второго полугодовых купонов в размере 5,85%.

В свою очередь давно ожидаемая на рынке эмиссия концессионных облигаций для финансирования создания железнодорожной ветки «Кызыл – Курагино» в 2021–2022 годах, вероятнее всего, не состоится из-за планов приостановить действие концессионного соглашения на срок до пяти лет. Из-за этого рынок концессионных бондов, по нашей оценке, может вырасти не более чем до 110–120 млрд руб. против 97 млрд руб. в конце 2020 года. Но и такой результат будет лучше, чем в прошлом году, когда состоялось лишь одно размещение на 3 млрд руб.

Вместе с тем, в ближайшие кварталы мы не ожидаем серьезного снижения активности на рынке облигаций в инфраструктурном и смежных секторах.

Например, по данным Sbonds, структуры «Газпрома» в апреле – мае 2021 года могут провести заимствования на внутреннем рынке с помощью эмиссии вечных бондов. Первый выпуск в рамках программы «Газпром Капитала» на 150 млрд руб. зарегистрировали в феврале, а второй – в середине марта. Возможные объемы размещений пока не разглашаются.

Также на рынке стоит ожидать «обкатку» нового для нашей страны инструмента. Власти Москвы объявили о планах выпуска в апреле – середине мая первых субфедеральных зеленых облигаций. Полученные средства будут направлены на проекты в экологии, сокращающие отрицательное воздействие на окружающую среду. Правда, пока по правилам Московской биржи государственные и муниципальные бумаги не могут попасть в сектор устойчивого развития.

В начале апреля Банк России зарегистрировал программу и проспект эмиссии СОПФ «Инфраструктурные облигации» (дочерняя компания ДОМ.РФ) объемом до 1 трлн руб. Денежные средства, полученные от размещений, будут направлять на финансирование инфраструктуры. Максимальный срок, на который могут быть выпущены облигации, составляет 30 лет. В 2021 году в рамках программы планируется разместить бумаги объемом до 30 млрд руб., а первые эмиссии могут состояться уже во втором квартале. Инструмент присутствует на российском рынке уже семь лет, но пока первым и единственным эмитентом подобных облигаций остается «СОПФ Фабрика проектного финансирования» (структура ВЭБ.РФ), выпустившая их в конце 2019 года на 10 млрд руб.

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. Как правило, банки готовы кредитовать, только если порядка 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 стабилизировался к началу 2021-го, а доходность банков, вероятно, будет расти, мы полагаем, что ожидаемая доходность на собственный капитал в перспективе тоже начнет повышаться.

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 марта 2021 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)				
КРЕДИТОВАНИЕ							
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 кредитующей организации. Возможно привлечение капитала через субординированные займы от акционеров)			
ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ						
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 в четвертом квартале 2020-го и первом квартале 2021-го	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, автотрасс, городского рельсового транспорта.	В долгосрочной перспективе возможен выпуск облигаций под концессионный проект строительства железнодорожной ветки Кызыл – Курагино. Объем может составить почти 120–135 млрд руб., но из-за пересмотра условий концессионного соглашения мы не ожидаем их появления в перспективе ближайших двух-трех лет.
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	–
	Пределный	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)	6,1–7,35 <i>Ставки по обращающимся выпускам: 5,4–11,58</i>	<i>Ставки по обращающимся выпускам:</i> 9–10,44	В текущем периоде выпусков не было. <i>Ставки по обращающимся выпускам:</i> 4; 10		5,85; 6,2
	Плавающая	4,5–7,8 <i>Ставки по обращающимся выпускам: КС + (0–3) Доходность семилетних ОФЗ + (0,49–1,75) Доходность пятилетних ОФЗ + (1,65–2,7) ИПЦ + (1–2,1) 4–7,8</i>	<i>Доходность 10-летних ОФЗ + (1–1,5) 7,77–8,68</i>	<i>КС + (1–1,5) ИПЦ + (2,75–4,5) 5,77–9</i>	<i>КС + (2–3,5) ИПЦ + (3–4) 6,21–7,75</i>	<i>Ставки по обращающимся выпускам: КС + (2–3,5) ИПЦ + (2,5–4) 4–9</i>
Частота выплат купона	Средняя	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие	Год/полугодие	Год/полугодие/квартал
	Минимальная	Квартал	Квартал	Квартал	Квартал	–
Льготный период, лет	Средний	Нет	Нет	0,5–2 в текущем периоде выпусков не было	–	–
	Максимальный	–	–	2,5	–	–

Источник: данные компаний, 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