

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	4307,54	↑0,2%	S&P Global Infrastructure	2654,67	↑0,6%	S&P Green Bond Index	151,37	↓1,4%
MSCI EM	1253,1	↓8,8%	S&P EM Infrastructure	1806,11	↑1,3%			
MSCI Russia	842,48	↑7,3%	S&P Asia Infrastructure	1699,18	↓2,4%			

Данные индексов на последний рабочий день третьего квартала (30 сентября 2021 года). Данные о динамике индекса за третий квартал (с 30 июня по 30 сентября 2021 года).

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Алексей Жундриков
zhundrikov@infraone.ru

Quarterly #3 2021

Инвестиции в инфраструктуру: сколько стоили деньги для отрасли в конце третьего квартала 2021-го?

В третьем квартале 2021 года Банк России дважды поднял значение ключевой ставки суммарно на 1,25 п. п., до 6,75%. В целом с начала этого года произошло уже пять увеличений ставки, изменивших ее на 2,5 п. п. Если всю вторую половину 2020-го ставка оставалась на стабильном и низком уровне, то в 2021-м сложилась другая ситуация: большую часть года она росла.

Чем были вызваны очередные повышения ключевой ставки в третьем квартале? Снизилась ли ставка по банковским кредитам для инфраструктурных проектов и что произошло в сегменте облигационного финансирования? Какие новые тенденции наблюдались на рынке заимствований?

- С весны 2021 года на рынке кредитования наметилась тенденция повышения ставок, но пока это происходило внутри диапазона, сохранявшегося в предыдущие несколько кварталов. По итогам третьего квартала стоимость кредитов для проектов инфраструктурного и инвестиционного строительства возросла и, по нашей оценке, находится в диапазоне 7,6-12%. Нижняя граница выросла на 0,15 п. п. Вплоть до начала 2022 года мы ожидаем дальнейшего увеличения кредитных ставок вслед за соответствующим изменением ключевой.
- В последнем (июльском) прогнозе ожидаемой траектории изменения среднегодовой ключевой ставки она выросла на 0,5-0,7 п. п. по сравнению с ожиданиями апреля, а для 2021-2022 годов ее значение должно составить 5,5-5,8% и 6-7% соответственно. Для 2023 года прогноз остался прежним: 5-6%. Это говорит о том, что с точки зрения регулятора стабилизация ключевой ставки возможна только в средне- и долгосрочной перспективе.

- Повышение кредитных ставок пока не привело к заметному падению объемов кредитования предприятий реального сектора. Но в перспективе, по нашей оценке, это возможно. Существующие льготные кредиты будут доступны не всем, а только ограниченному кругу компаний, реализующих в основном крупные инфраструктурные проекты в определенных сферах. В таком случае остальные организации, скорее всего, будут рассматривать в качестве альтернативы кредитам облигационные займы.
- Впрочем, корпоративные инфраструктурные заемщики в рамках эмиссии длинных бумаг (свыше семи лет) пока еще не активизировались: в третьем квартале 2021 года состоялось три выпуска на 45 млрд руб. против двух на 20 млрд руб. кварталом ранее. Эмитенты по-прежнему склонны к более коротким займам (менее семи лет) и преследуют цель рефинансирования своих долговых обязательств.
- В третьем квартале, по нашей оценке, появился лишь один новый выпуск проектных «длинных» бондов (на 96,5 млрд руб.), а на рынке концессионных бумаг изменений не произошло. В среднем ставки купонов корпоративных бумаг в первом полугодии подросли по нижней границе на 3 п. п., а верхняя осталась почти на прежнем уровне. В итоге новый диапазон составлял 7,85-8,4% против прежнего 5-8,2%. На это повлияли устойчивость состава анализируемой выборки «длинных» облигаций инфраструктурных эмитентов и эмитентов из смежных отраслей и относительно редкая частота выплаты купона (один-два раза в год).
- В третьем квартале 2021 года происходили эмиссии в рамках новых инструментов, работающих по зеленым или социальным стандартам. Такие эмитенты еще «пробуют рынок» и делают заимствования на короткий срок: от трех до шести лет. Пока инициатива по внедрению и запуску новых инструментов исходит от государственных институтов развития или специальных программных институтов, а также квазигосударственных игроков инфраструктурного рынка. Но, на наш взгляд, интерес к таким инструментам может заметно усилиться уже в ближайшие годы – в том числе в основном со стороны частных компаний.

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 третьем квартале 2021 года Центральный банк перешел к умеренно-жесткой денежно-кредитной политике, в то время как весной наблюдалось движение от мягкой к нейтральной.

В сентябре регулятор в пятый раз подряд в 2021 году решил повысить ключевую ставку, и на конец третьего квартала она составила 6,75%. Причем в июле 2021-го Центральный банк повысил ставку сразу на 100 б. п.: такого значительного шага он не делал со времен предыдущего кризиса (2014-2015 годов).

Суммарно в третьем квартале ключевая ставка выросла на 125 б. п., а всего с момента ее первого повышения (март 2021 года) – на 250 б. п. Вероятно, такой рост ставки связан с желанием сдержать нарастающую инфляцию, которая возникает из-за дисбаланса спроса и фактического производства продукции.

По данным аналитических материалов и результатов статистического наблюдения за деятельностью кредитных организаций, к августу 2021 года банковский сектор продемонстрировал высокие финансовые результаты: чистая прибыль существенно превысила аналогичный показатель 2019 и 2020 годов, в том числе благодаря процентным и комиссионным доходам на фоне продолжающегося роста кредитования организаций нефинансового сектора.

По итогам восьми месяцев 2021 года (самые поздние из имеющихся на момент публикации исследования данные) количество прибыльных банков составило 272 штуки с совокупной чистой прибылью 1,67 трлн руб., а убыточных – 67 штук с суммарным убытком 18,7 млрд руб. Для сравнения, по итогам всего 2020 года в России работал 291 прибыльный банк с суммарной чистой прибылью 1,6 трлн руб. и 75 убыточных с общим убытком 32,5 млрд руб.

В основном рост кредитования связан с увеличением деловой активности и стимулирующим влиянием льготных программ. Согласно ожиданиям регулятора, высокий уровень прибыли и капитала банков позволит и дальше увеличивать объемы выдачи кредитов, но эти темпы будут замедляться на фоне нормализации условий денежно-кредитной политики.

По данным ЦБ, к началу сентября 2021 года объем выданных кредитов нефинансовым организациям достиг 41,4 трлн руб., в 2020 году на начало сентября он составлял лишь 36,7 трлн руб. Объем просроченной задолженности по ним остался примерно на прежнем уровне.

Рост ключевой ставки постепенно отразился и на повышении банковских кредитных ставок: это начало происходить уже с мая 2021 года (времени, когда ключевая ставка увеличилась второй раз в этом году), а до этого они находились вблизи исторических минимумов.

В третьем квартале 2021 года ставки по кредитам для инвестиционных проектов постепенно росли, отражая динамику увеличения ключевой ставки. Их диапазон, по нашей оценке, несколько поднялся, составив 7,6-12%, причем нижняя граница выросла на 0,15 п. п. Мы ожидаем, что в течение ближайших кварталов рост продолжится. Такие тенденции коснутся и плавающих ставок, поскольку они формируются на основе ключевой ставки Банка России плюс 2,4-5,5%.

Весь второй квартал верхняя и нижняя границы диапазона ставок под строительные инвестиционные проекты поднимались и в итоге к концу третьего квартала, по нашей оценке, сместились с 7,45-10,5% до 7,6-10,8%. Мы ждем дальнейшего подъема в течение ближайшего полугодия-года, после чего может вновь наступить этап стабилизации ключевой ставки. Он будет связан с тем, что инфляция перестанет играть значительную роль в кратко- и среднесрочных решениях регулятора.

По данным среднесрочного прогноза Банка России, сделанного в июле 2021 года, ожидаемый диапазон инфляции в среднем в 2021 году составит 6-6,2%, в 2022-м – 4,1-4,9%, а в 2023-м – вернется к таргету в 4%. При этом «разброс» среднего уровня ключевой ставки составит 5,5-5,8%, 6-7% и 5-6% соответственно. Для сравнения, в апрельском прогнозе средняя инфляция на 2021 год была на 0,4-0,6 п. п. ниже, а на 2022-й – на 0,1-0,7 п. п. ниже. Но оценка регулятором уровня инфляции на 2023 год осталась прежней: 4%. Средняя ключевая ставка в 2021-2022 годах тоже возросла примерно на 0,5-0,7 п. п. по сравнению с данными предыдущего прогноза.

Как и в предыдущие периоды, из-за возможности перенести часть рисков на публичного партнера ставки для СПК, реализующих концессионные проекты, по-прежнему могут быть привлекательнее, чем под проекты, которые реализует только частная сторона, и тем более чем для строительных компаний, привлекающих кредиты под госконтракты и заказы по 223-ФЗ.

На наш взгляд, рост кредитных ставок на горизонте ближайших кварталов может несколько снизить объемы кредитования инвестиционных строительных проектов и повысить интерес компаний к облигационным заимствованиям.

Мы ожидаем, что Банк России продолжит повышать ключевую ставку до конца 2021 года, но уже в 2022-м есть высокая вероятность ее стабилизации и снижения. Это частично связано и с тем, что, по данным ЦБ, во втором квартале 2021-го российская экономика вышла на допандемические показатели и в дальнейшем, скорее всего, возвратится на траекторию сбалансированного роста.

Льготное кредитование инфраструктурных проектов

Компании, которые досрочно исполняют заказы на капитальное строительство автодорожной инфраструктуры, могут взять льготные кредиты по ставке не выше 10% годовых. В августовском постановлении правительства №1312 утверждены правила возмещения банкам недополученных доходов по выданным кредитам с помощью федеральных субсидий.

На льготный кредит могут претендовать компании, которые строят или реконструируют любые дороги (от федеральных до муниципальных) полностью или частично за счет федерального бюджета. Однако, поскольку объем средств ограничен бюджетными возможностями Федерального дорожного агентства, чтобы в действительности получить средства по более низкой ставке, нужно пройти отбор, который проводит межведомственная комиссия.

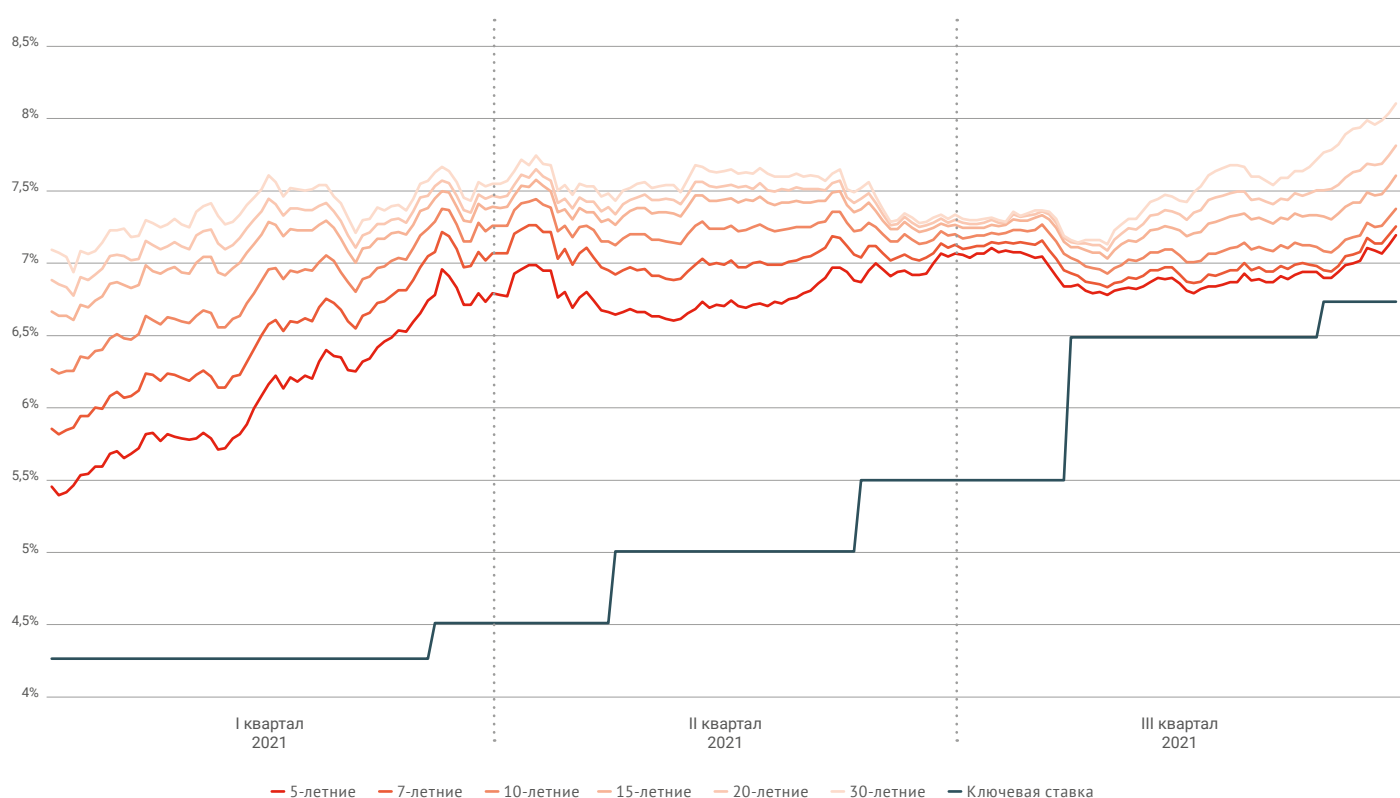
Причем, согласно критериям ранжирования, самые высокие шансы на получение льготного кредита у подрядчиков, работающих над объектом, который входит в состав национального проекта «Безопасные качественные дороги» (или реализуется по поручению федеральных властей), относится к федеральным трассам и имеет длину более 20 км. На льготные средства могут претендовать и другие проекты, но чем меньше их масштаб и значение, тем меньше вероятность получения средств. Такая возможность подразумевает дополнительные бюрократические процедуры и проверки, а также предъявления банком

доказательств недополучения доходов, а действует эта программа лишь до конца 2021 года. Поэтому мы полагаем, что в целом такая мера будет иметь ограниченное влияние на инфраструктуру.

Льготные кредиты могут получить не только компании, работающие в дорожной сфере, но и инвесторы в туристическую инфраструктуру. Правительство планирует направить им в общей сложности 200 млрд руб. до 2024 года (данные Ростуризма), причем первые 18,8 млрд руб. уже выделены. Льготная ставка составит 3-5%, а срок выдачи – до 15 лет. Размер кредита может колебаться от 100 млн руб. до 70 млрд руб. В рамках таких займов может быть создана гостиничная инфраструктура, а также многофункциональные комплексы развлекательного и спортивного профиля, включая конгресс-центры, с условием, что номерной фонд таких объектов будет занимать не менее 10% площадей.

Проекты, под которые выдадут льготные средства, будут проходить через кредитные комитеты банков, а это предполагает высокую степень готовности инициативы и финансовую устойчивость заемщика. Кредитные организации помогут составить список претендентов на льготные заимствования, но решение об окончательном распределении средств будет оставаться за Ростуризмом и правительственной комиссией по туризму.

Рисунок 1. Динамика доходности долгосрочных ОФЗ и движения ключевой ставки



Источник: данные Банка России, анализ InfraOne Research

Мы отслеживали условия размещенных во втором и третьем кварталах 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, исключая жилищное строительство), а также к естественным монополиям.

У проектных бондов пороговый объем составлял 500 млн руб. для размещенных выпусков с погашением как минимум через семь лет. В выборку концессионных облигаций попали все размещенные за последние шесть месяцев выпуски.

Облигации. По нашей оценке, в течение третьего квартала 2021 года доходность долгосрочных облигаций федерального займа (ОФЗ) в среднем либо немного падала (на 5 б. п. у 10-летних ОФЗ), либо возрастала (на 37 б. п. у 30-летних ОФЗ), достигнув 7,18-7,82%. Наибольший рост доходности был характерен для бумаг с наибольшим сроком до погашения.

В третьем квартале 2021-го разрыв между новым уровнем ключевой ставки и доходностью ОФЗ сократился до 38-77 б. п. (ранее он был 175-205 б. п.), а значения доходности по 10-, 15-, 20- и 30-летним бумагам составляли 7,18%, 7,40%, 7,58% и 7,82% соответственно. Действия Центрального банка по повышению ключевой ставки в третьем квартале 2021 года, по нашим оценкам, по-прежнему сдерживали активность компаний реального сектора на рынке размещения длинных бондов.

В сегменте **корпоративных заимствований** в третьем квартале 2021 года количество и объем размещений в отслеживаемых нами секторах оставался практически на том же уровне, что и кварталом ранее. Появилось лишь три новых выпуска на 45 млрд руб.: АФК «Система» (два выпуска), а также РЖД, каждый объемом 15 млрд руб. (см. таблицу 1). Для сравнения, во втором квартале 2021-го состоялось лишь два выпуска на общую сумму 20 млрд руб. Полученные в результате размещения средства направлялись на общекорпоративные цели (в том числе рефинансирование текущих кредитных обязательств) и финансирование инвестиционных программ. Тенденция по сокращению срока размещения выпусков компаний реального сектора (инфраструктурной и смежных с ней отраслей) была зафиксирована и в этом квартале.

Коридор ставок купонов корпоративных бумаг за последние шесть месяцев изменился из-за повышения ключевой ставки и составил 7,85-8,4%. Его нижняя граница выросла почти на 300 б. п., а верхняя осталась практически на том же уровне.

Если анализировать расширенную выборку облигаций эмитентов корпоративного сектора по бумагам, обращающимся более семи лет в объеме более 1 млрд руб. и размещенным с 2009 года, то коридор значений текущего купона при плавающей ставке на конец сентября 2021-го остался на уровне результатов прошлого квартала – 5,91-8,49%. Это связано с постоянством анализируемой выборки (новые долгосрочные выпуски облигаций эмитентов инфраструктурной или смежных отраслей появляются редко), а также относительно нечастой выплатой купона: один-два раза в год. Для бумаг с фиксированной ставкой диапазон также не изменился: 5,07-12%.

В сегменте **проектных облигаций** мы зафиксировали новый выпуск бумаг от «ОТЭКО-Портсервис», занимающейся транспортной логистикой и реализующей проект по строительству таманского терминала навалочных грузов (см. таблицу 1). Это было закрытое размещение, и, по данным Sbonds, весь выпуск выкупил банк ВТБ.

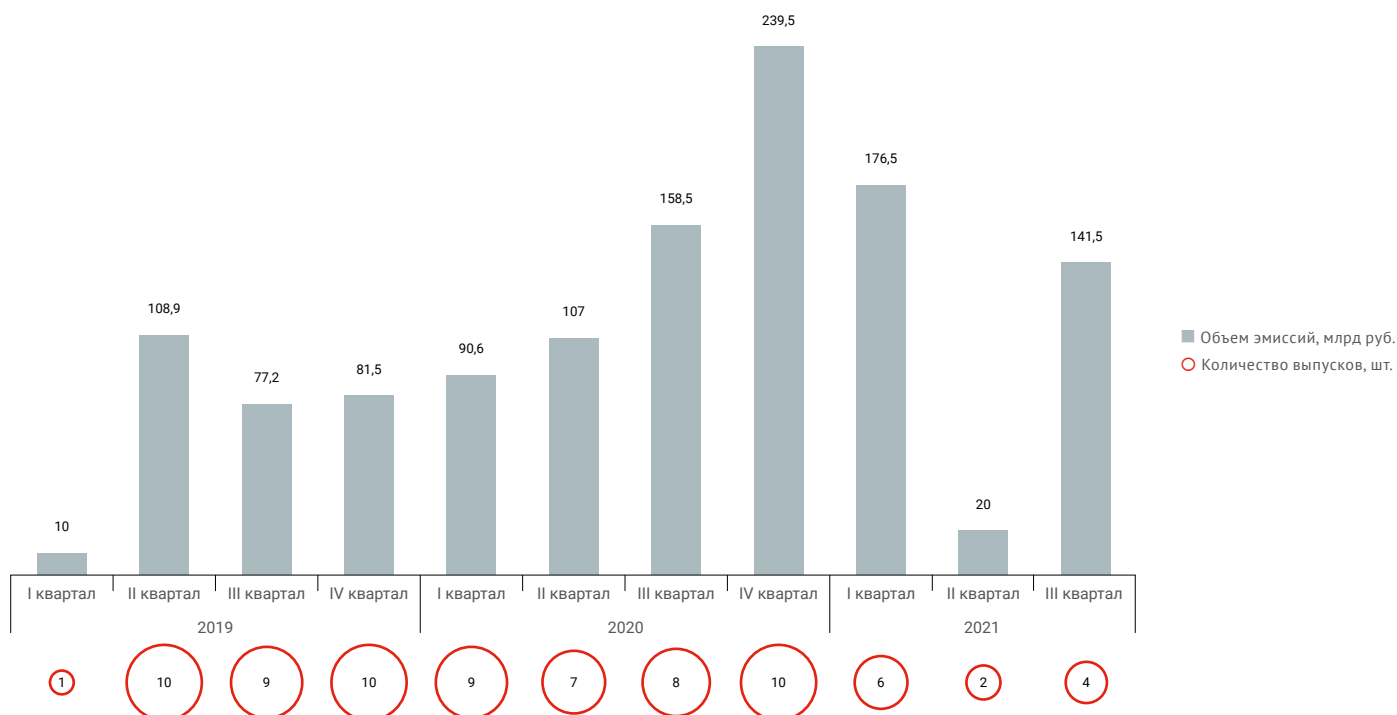
Как и при корпоративных эмиссиях, из-за постоянства выборки коридор фиксированных ставок остался в том же диапазоне, что и ранее: 9-10,44%. Для выпусков с плавающим купоном диапазон несколько расширился: 8,37-8,68% против 8,68% в прошлом квартале.

Ставки текущих купонов в сегменте **концессионных облигаций** по итогу третьего квартала 2021-го находились в диапазоне 4-10,1%. В течение последних шести месяцев (с начала апреля и до конца сентября) новых размещений концессионных бондов не было (см. таблицу 2).

Традиционно ставки купонов концессионных и проектных бумаг предлагают доход в тех же границах, что и корпоративные облигации инфраструктурных и государственных компаний, но зачастую ближе к верхней отметке этого диапазона. Для крупных корпораций инфраструктурного сектора (монополий, квазигосударственных игроков) уровень купонной ставки может быть ближе к нижней границе и снижать ее.

Рисунок 2. Поквартальное распределение облигационных выпусков инфраструктурных компаний в 2019-2021 годах

млрд руб.



Источник: данные Sbonds, анализ InfraOne Research

Таблица 1. Облигационные выпуски инфраструктурных компаний, размещенные во втором и третьем кварталах 2021 года

Указаны выпуски эмитентов инфраструктурной или смежных отраслей со сроком погашения более семи лет.

Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Тип бумаги	Купон	Текущий купон	Количество выплат купона в год	Дата размещения выпуска	Погашение	Отрасль компании-эмитента
АФК «Система»	001P-20001P-20	10	Корпоративная	1-10 купоны – 8,2%, 11-20 купоны – ставку определяет эмитент	8,2%	2	12.05.2021	30.04.2031	Связь и телекоммуникации
ФСК ЕЭС	001P-03R	10	Корпоративная	1-28 купоны – 7,5%, 29-60 купоны – ставку определяет эмитент	7,5%	4	09.06.2021	21.05.2036	Энергетика
АФК «Система»	001P-21	15	Корпоративная	1-10 купоны – 8,4%	8,4%	2	05.07.2021	23.06.2031	Связь и телекоммуникации
АФК «Система»	001P-22	15	Корпоративная	1-21 купоны – 8,2%, 22-40 купоны – ставку определяет эмитент	8,2%	4	13.09.2021	01.09.2031	Связь и телекоммуникации
РЖД	001P-23R	15	Корпоративная	1-14 купоны – 7,85%	7,85%	2	06.08.2021	10.07.2028	Железнодорожный транспорт
«ОТЭКО-Портсервис»	001KO-01	96,5	Проектная	1-28 купоны – определяются по формуле: $0,001\% + 0,9 \cdot$ (Ключевая ставка ЦБ+2,55%)	8,37%	4	06.08.2021	31.03.2028	Вспомогательная транспортная деятельность

Источник: данные Cbonds, анализ InfraOne Research

Другие эмиссии и инициативы, относящиеся к инфраструктуре

На рубеже второго и третьего кварталов 2021 года стало известно о планах СФО «Транспортная инфраструктура» по выпуску облигаций на общую сумму до 14 млрд руб., которые будут направлены на частичное рефинансирование затрат на строительство ЦКАД-3 в рамках концессионного соглашения, реализуемого Автодорожной строительной корпорацией (ДСК «Автобан» владеет 75%, а Евразийский банк развития (ЕАБР) – 25%). Эта инициатива уже получила независимое внешнее заключение от рейтингового агентства АКРА о соответствии принципам социальных облигаций Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA), которое присвоило выпуску ожидаемый кредитный рейтинг AA. Социальный эффект будет достигнут за счет разгрузки радиальных выездов из Москвы, повышения безопасности, опосредованного влияния на состояние воздуха и экологическую ситуацию и улучшения комфорта проживания людей. За счет привлеченных средств будут выкуплены права требований по синдицированному кредиту, выданному концессионеру Газпромбанком.

В конце августа 2021 года состоялось размещение коммерческих бондов «МВС Групп» объемом 1 млрд руб. со сроком обращения почти 5 лет и ежеквартальной выплатой купона, установленного на уровне 8%. Эмитент в 2016 году подписал концессионное соглашение с правительством Московской области по созданию и эксплуатации системы контроля безопасности дорожного движения в регионе. Стоимость проекта составляет

4,9 млрд руб., а срок концессии – 12 лет. Следует заметить, что срок обращения бумаг не настолько длинный, как это характерно для концессионных бондов, выпускаемых в рамках таких проектов. Кроме того, в публичном доступе нет документов по этой эмиссии, что также затрудняет ее классификацию и отнесение к корпоративным или концессионным бумагам.

В конце третьего квартала 2021 года было проведено размещение трехлетнего облигационного выпуска СОПФ «Инфраструктурные облигации», являющегося 100%-м дочерним предприятием ДОМ.РФ (единый институт развития в жилищной сфере). Объем эмиссии составил 10 млрд руб. Ставка купона по бумагам установлена на уровне 8% годовых и выплачивается раз в полгода. За время сбора книги заявок была сформирована более чем трехкратная переподписка. Средства от выпуска направлят на финансирование проектов по созданию, реконструкции или проектированию объектов инфраструктуры для жилищного строительства и развития городской среды. Распределять деньги будут в виде займов застройщикам напрямую либо дочерним обществам субъектов (с возможностью последующей выдачи займов региональным застройщикам), в том числе концессионерам и частным партнерам. «Эксперт РА» предоставило независимое заключение о соответствии этого выпуска принципам социальных облигаций, разработанным Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA). Этот выпуск также размещен в секторе устойчивого развития Московской биржи.

ESG-облигационное финансирование. В конце июля 2021 года компания «Синара – Транспортные машины» разместила пятилетний выпуск проектных облигаций, признанных зелеными, в объеме 10 млрд руб. Первоначальный ориентир ставки купона был 8,55-8,8% годовых, итоговая ставка составила 8,7%, а эффективная доходность – 8,89% годовых.

Выпуск получил верификацию от АКРА, он соответствует методологии зеленых бумаг ВЭБ.РФ и был включен в сектор устойчивого развития Московской биржи. Это первое размещение зеленых бумаг среди компаний-представителей машиностроительной отрасли. Эмитент за счет полученных средств будет финансировать затраты на производство грузовых электровозов и пассажирских электропоездов (суммарно около 100 единиц техники для двух проектов). Реализация инициатив поможет добиться снижения выбросов парниковых газов.

Таблица 2. Другие облигационные выпуски в инфраструктуре, размещенные и планируемые в третьем квартале 2021 года

Указаны выпуски со сроком погашения менее семи лет, выпущенные или планируемые к размещению эмитентами инфраструктурной или смежных отраслей.

Эмитент	Объем, млрд руб.	Тип бумаги	Купон	Текущий купон	Количество выплат купона в год	Дата размещения выпуска	Погашение	Отрасль компании-эмитента
«МВС Групп»	1	Корпоративная или концессионная	1-20 купоны – 8%	8%	4	27.08.2021	31.07.2026	Обеспечение безопасности дорожного движения (установка камер)
«Автобан-Финанс» (БО-П03)	3	Корпоративная	1-4 купоны – 8,9%, далее ставку купонов определяет эмитент	8,9%	2	14.09.2021	08.09.2026	Строительство автодорог
СОПФ «Инфраструктурные облигации» (01)	10	Государственная, инфраструктурная, социальная	1-7 купоны – 8%	8%	2	23.09.2021	15.11.2024	Строительство объектов инфраструктуры для жилых районов (дочернее общество ДОМ.РФ)
«Синара – Транспортные машины» (001P-02)	10	Проектная, зеленая	1-10 купоны – 8,7%	8,7%	2	28.07.2021	22.07.2026	Машиностроение (проект производства экологичной техники для нужд городского транспорта)
СФО «Транспортная инфраструктура» (01)	до 14	СОПФ/СФО на отраслевые цели, социальная	Планируется				05.04.2033	Строительство автодорог (ЦКАД-3)

Источник: данные Cbonds, рейтинговых агентств, анализ InfraOne Research

Развитие отрасли переработки отходов также планируется за счет зеленого финансирования. Российский экологический оператор (РЭО) сможет на возвратной основе выкупать облигации со сроком погашения не более 10 лет и ставкой купона 3% в объеме не более 28,9% от общей стоимости проекта. Планируется, что РЭО выкупит бумаги объемом 578 млн руб. совместного предприятия оператора по обращению с отходами «ЭкоЛайн» и переработчика отходов «Вторпласт» для финансирования строительства в Подмосковье крупнейшего в стране завода по переработке пластика. Инвестиции в проект составят около 2 млрд рублей. Будущим облигациям, вероятно, будет присвоен статус зеленых. Для отрасли переработки отходов подобный выпуск открывает новый ресурс для привлечения инвестиций.

Таким образом, тренд на внедрение зеленого, социального и устойчивого финансирования продолжает укрепляться. Уже сейчас правительство совместно с Банком России ведет обсуждение льгот для стимулирования этого сегмента. Рассматривается возможное смягчение регулирования, снижение или даже обнуление налоговой ставки по доходам от зеленых бумаг на три года (сейчас к купонам облигаций применяется обычная ставка 13%), фактическое возмещение за проведение верификации на сумму до 1 млн руб.

На наш взгляд, посткризисная ситуация в мировой и отечественной экономике будет благоприятна для развития и закрепления достаточных объемов заимствований через инструменты устойчивого финансирования. Вероятно, поначалу такие бумаги окажутся не очень длинными (со сроками обращения от трех до шести лет) и будут «опираться» на государственных акторов или квазигосударственных игроков. Но в перспективе трех-пяти лет возможно сильное расширение этого сегмента.

Equity. Собственный капитал инвестора в проектом финансировании – наиболее рискованная инвестиция в проект, так как в очередности погашения она стоит после кредитных обязательств и облигационных займов. Обычно банки готовы кредитовать лишь в том случае, если 10-30% объема проекта финансирует сам инвестор. Это гарантирует, что его интерес к реализации инвестпроекта и завершению строительства либо реконструкции не исчезнет. В концессиях, в особенности капиталоемких, финансовые организации ориентируются, как правило, на более низкий уровень минимального объема 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 в течение третьего квартала 2021-го рос и этот рост, скорее всего, продолжится в ближайшие периоды, мы полагаем, что ожидаемая доходность на собственный капитал также повысилась.

Таблица 3. 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 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	7,6–10,8*	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 во втором и третьем кварталах 2021 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 в водоснабжении, социальную инфраструктуру (спортивные объекты).	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 3 до 20 млрд руб. приходятся на сферу водоснабжения, теплоснабжения.	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 20 до 70 млрд руб. приходятся на сферу водоснабжения, теплоснабжения, автодорог и городского рельсового транспорта.	
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 годов и 22 августа 2020 года произошли дефолты по выплатам купонного дохода, с 8 ноября 2018 года прекращены торги на Московской бирже)		
Ставка купона, % годовых	Фиксированная (средняя)	7,85–8,4 <i>Ставки по обращающимся выпускам: 5,07–12</i>	<i>Ставки по обращающимся выпускам:</i> 9–10,44	4	–	3,78–5,85
	Плавающая	В текущем периоде не установлено <i>Ставки по обращающимся выпускам:</i> КС + (0–3) <i>Доходность семилетних ОФЗ + (0,49–1,75)</i> <i>Доходность пятилетних ОФЗ + (1,65–2,7)</i> <i>ИПЦ + (1–2,5)</i> 5,91–8,49	8,37 <i>Ставки по обращающимся выпускам:</i> <i>Доходность 10-летних ОФЗ + (1–1,5)</i> <i>(КС + 2,55)*</i> 0,9 + 0,001 8,68	КС + (1–1,5) ИПЦ + (2,75–4,5) 8,3–10,1	КС + (2–3,5) ИПЦ + (3–4) 7–7,75	КС + (2–3,5) ИПЦ + (2,5–4) 6,71–10,1
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 проектов, банков, Cbonds, Finam. Bonds, расчеты и анализ InfraOne Research (в том числе по заключенным и планируемым 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