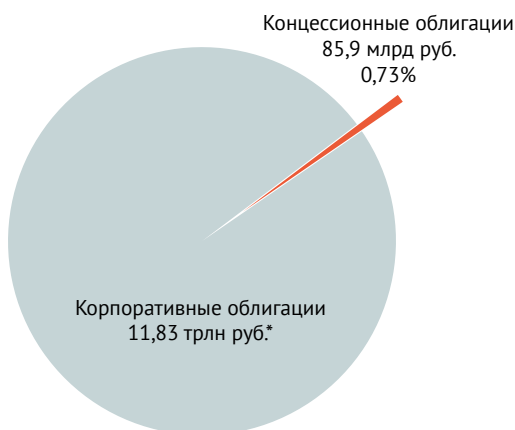


## Бонды для инфраструктуры

Состояние рынка концессионных облигаций и прогноз его развития в 2019 году.  
Какие ещё типы ценных бумаг могут разморозить «спящую» ликвидность?  
Почему их до сих пор не выпускают в России?

### РЕЗЮМЕ

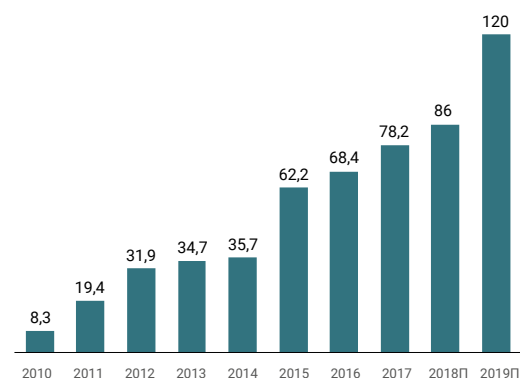
**Рисунок 1. Доля концессионных облигаций на рынке**



\* данные Cbonds о размере рынка корпоративных облигаций на декабрь 2018 года

Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, Cbonds, расчёты InfraONE Research

**Рисунок 2. Динамика объёма концессионных облигаций в обращении, млрд руб.**



Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, расчёты и прогноз InfraONE Research

- На 20 декабря 2018 года в обращении находится 28 выпусков концессионных облигаций объёмом 85,9 млрд руб. За год рынок этих бондов вырос на 9,9% по отношению к концу 2017-го.
- Такого роста недостаточно и для отечественного рынка инвестиций в инфраструктуру, и для того, чтобы подобные бонды могли «делать погоду» на рынке корпоративных ценных бумаг: доля концессионных облигаций в обращении среди последних не дотягивает даже до 1%, составляя всего 0,73%.
- Вырастет ли в 2019 году объём вложений в рынок концессионных облигаций преимущественно будет зависеть от одного размещения – выпуска бумаг для финансирования строительства железнодорожной ветки Элегест – Кызыл – Курагино. Впрочем, по количеству, скорее всего, продолжит расти число нетранспортных проектов, финансируемых через такие бонды.
- Разброс ставок по купонам концессионных облигаций сокращается. По итогам 2017 года они колебались в диапазоне от 4% до 16,9% по текущему купону. На конец 2018-го, разброс ставок находится в промежутке 4-11,5%, но реальная доходность инвестора остается на уровне 2-4% годовых почти во всех выпусках (за исключением двух-трёх).
- Средняя ставка концессионных облигаций по текущему купону по итогам 2018-го сократилась до 7,79%, средневзвешенная - до 6,85%, против 9,42% и 9,46% соответственно год назад. Мы ожидаем, что в 2019 году купонные ставки снова немного вырастут, как следствие роста инфляции и ключевой ставки ЦБ.
- Несмотря на то, что спрос на особые классы бумаг, в том числе концессионные, составляет 17-20% всех средств, доступных для инфраструктуры (порядка 400 млрд руб.), их количество пока увеличивается очень медленно. В 2019 году значительный рост возможен только за счёт эмиссий, запланированных несколько лет назад. Новые проекты, структурированные под выпуск концессионных облигаций (в том числе из комплексного плана развития магистральной инфраструктуры), скорее всего, не успеют с финансовым закрытием до конца 2019-го.

## Объём рынка концессионных бондов

На 20 декабря 2018 года в обращении находится 28 выпусков концессионных облигаций на сумму 85,9 млрд руб. За год рынок вырос на 9,9%.

В составе эмитентов 11 компаний, на рынке появился один новый игрок - «Концессии водоснабжения - Саратов». Эти компании финансируют 15 проектов - всего на два больше, чем по итогам 2017-го. Новый выпуск на 1,75 млрд руб. эмитировало «Управление отходами», которое на эти средства профинансирует создание системы переработки и утилизации твердых коммунальных отходов на территории Магнитогорского кластера Челябинской области. Второй выпуск на 1,15 млрд руб. в рамках концессионного соглашения по модернизации централизованной системы водоснабжения и водоотведения в Саратове провели «Концессии водоснабжения - Саратов». Кроме того, в конце года размещён выпуск А4 Транспортной концессионной компании (ТКК) объёмом 3,752 млрд руб.

К размещению готовятся ещё два выпуска на 2,4 млрд руб., которые уже зарегистрировал Банк России (см. таблицу 2). Это ещё один выпуск ТКК (А3 в объёме 1,374 млрд руб.) и выпуск «Экологии-Новосибирск», которые были в планах ещё в 2017 году.

Впрочем, серьёзно повлиять на размер рынка концессионных облигаций может другое размещение, о котором также известно с прошлого года - проектная компания по строительству железнодорожной ветки Кызыл – Курагино собирается занять через облигационные займы почти 135 млрд руб. для финансирования концессии. Первые выпуски хотели разместить в 2018 году, но проект ещё не прошёл стадию финансового закрытия, поэтому эмиссию мы ждём не раньше второго квартала 2019 года.

На наш взгляд, в 2019 году рынок концессионных облигаций сможет, наконец, резко вырасти и достигнуть, как минимум, 120 млрд руб., но зависит это в основном от размещения бондов одного проекта – железной дороги Кызыл – Курагино.

Относительно рынка корпоративных облигаций в обращении (11,8 трлн руб.) доля концессионных выпусков остается крошечной - чуть более 0,73% (см. рисунок 1). То есть даже при росте объёма последних на треть она лишь немного превысит 1%.

**Концессионные облигации** - единственный класс особых инфраструктурных бумаг, выпуски которых есть в обращении на российском финансовом рынке. Эти бонды отличаются от остальных корпоративных бумаг: их концессионная сущность обязательно оговаривается в проспекте эмиссии, а облигации с чёткими признаками концессионных можно включать в котировальные списки первого и второго уровней. Последнее позволяет инвестировать в такие бумаги НПФам и страховым компаниям.

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

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

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объём выпуска, млрд руб.	Дата регистрации ЦБ	Срок обращения, лет
Транспортная концессионная компания	А3	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,374	28.08.2017	15
«Экология-Новосибирск»	Б-01	Мусоросортировочные комплексы на территории Новосибирской области	1	11.05.2017	20

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

Таблица 2. Какие ещё облигации могут выйти на рынок в 2019-2020 годах

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

Источник: данные Cbonds, FinamBonds, сообщения СМИ

**Таблица 3. Основные условия выпусков концессионных облигаций в обращении**

В таблице представлены все выпуски в обращении на 20 декабря 2018 года, соответствующие определению «концессионные облигации» по трем основным признакам:

1. Эмитент - SPV.
2. SPV является держателем концессионного соглашения.
3. В проспекте ценных бумаг содержится оговорка о концессионной сущности выпуска.

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Период купона	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Госгарантия
1	«Главная дорога»	03	Участок М-1, Обход Одинцова	8	22.11.2010	18	5%	ИПЦ + 0,5 темпов роста ВВП; минимально 4%	в 11-й - 18-й купоны: 12,5%	1 год	4,5%	4%	нет
		06		8,17	12.12.2012	16	9,8%		в 9-й - 16-й купоны: 12,5%		4,5%	4%	по номиналу и % в случае расторжения
		07		1,4	20.11.2012	17	10%		в 10-й - 17-й купоны: 12,5%		4,5%	4%	нет
2	«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с муниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	27.06.2012	10	11%	ИПЦ + 3%	в конце периода	0,5 года	5,4%	6,5%	нет
3	«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	07.11.2013	10,5	11%	Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ключевая ставка ЦБ + 1%	в конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 546 день размещения)	10,25%	8,25%	нет
		02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии	1,7	02.12.2014		11%		в 4-й - 9-й купоны: 14,3%; в 10-й купон: 14,2%	1 год (1-й купон выплачивается на 639 день размещения; 10-й купон на 273 день)	10%	8,25%	нет
		Б0-01	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	01.06.2016	10 лет и 10 месяцев	4%	Фиксированная ставка - 4%	в конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 699 день размещения)	4%	4%	нет
		Б0-02	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	23.04.2018	12 лет и 5 месяцев	10,5%	Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%.	в конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 548 день размещения)	/-	10,5%	нет
4	«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	04.12.2015	15	14%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 3%	в 3-й - 14-й купоны: 7,692%; в 15-й купон: 7,696%	1 год	11,25%	10,5%	нет
		02		1,9	19.05.2016	14 лет и 10 месяцев	12,5%				12,25%	10,25%	нет
		03		1,9	06.10.2016	14,5	12%				11,5%	10,5%	нет
		04		1,1	24.04.2017	14 лет и 1,5 месяца	12,5%				12,25%	10,25%	нет
		05		1,1	04.12.2017	13 лет и 8 месяцев	11%				11%	10,5%	нет
5	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Централизованная система водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	06.12.2018	15	11%	Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	в 3-й - 14-й купоны: 7,692%; в 15-й купон: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378 день размещения)	/-	11%	нет
6	«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	10.04.2017	15	12,5%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	в 3-й - 14-й купоны: 7,692%; в 15-й купон: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378 день размещения)	12,5%	9,25%	нет
		02		2	29.11.2017	15	11%			1 год	/-	11%	нет
		03		1,1	30.10.2018	14 лет и 3 месяца	10,5%			1 год (15-й купон выплачивается на 110 день размещения)	/-	10,5%	нет
7	Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	27.09.2016	17	12,5%	2-5 купоны - ИПЦ + 3%, далее ставку определяет эмитент	в конце периода	1 год	12,5%	7,35%	нет
		B		2	27.09.2016	30	13,5%	в конце периода	7,85%		5,8%	нет	
		A2		3,533	09.11.2017	16 лет и 2 месяца	12,5%	2-5 купоны - ИПЦ + 3,5%, далее ставку определяет эмитент	в конце периода		12,5%	5,8%	нет
		A4		3,752	12.12.2018	15	9,7%	в конце периода	/-		9,7%	нет	

\* Бонды с индексруемым номиналом, номинал индексируется на ИПЦ с трехмесячным лагом (так же, как у ОФЗ-ИН и аналогичных бондов «Почты России»).

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Период купона	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Госгарантия
8	«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	04.04.2011	11	9,75%	ИПЦ + 2,75%	в конце периода	1 год	6,84%	5,16%	нет
		02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	30.10.2012	11 лет и 4 месяца	11%	ИПЦ или 5% годовых (большее из двух) + 4%	в конце периода (эмитент может погасить не менее чем 10% от номинальной стоимости в дату окончания 2-10-го купонов)		9%	9%	нет
9	Тверская концессионная компания**	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	23.08.2016	49	11,5%	1-7 купоны - 11,5%, 8-14 купоны - 12%, 15-21 купоны - 13%, 22-28 купоны - 14%, 29-35 купоны - 15%, 36-42 купоны - 16%, 43-49 купоны - 17%	в конце периода	1 год	11,5%	11,5%	нет
10	Северо-Западная концессионная компания	03	Участок М-11, 15-58 км	5	21.10.2011	20	11,15%	ИПЦ + 3% (диапазон ставки купона на 2-й - 6-й купонные периоды: 6% - 11,5%, на 7-й - 14-й купонные периоды: 5% - 12,5%, на 15-й - 20-й купонные периоды: 5% - 15%)	в 14-й - 40-й купоны: с постепенным нарастанием от 1,8% до 6,5%	0,5 года	5,18%	6,06%	по номиналу
		04		5	21.10.2011		11,15%				5,18%	6,06%	по номиналу
11	«Магистраль двух столиц»	A1	Участки М-11, 543-646 км и 646-684 км	7,5	29.05.2015	15	13,45%	1-11 купоны - 13,45%, 12-59 купоны - ИПЦ + 3% (но не менее 1%)	в конце периода	0,25 года	5,4%	5,5%	нет
		A2		5,5	08.07.2015		13,25%				1-11 купоны - 13,25%, 12-59 купоны - ИПЦ + 2,5%	в конце периода	4,9%

\*\* 23 ноября 2017 года и 23 августа 2018 года произошел дефолт по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской Бирже с 8 ноября 2019 года

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

Рисунок 3. Сколько денег может попасть в инфраструктуру



\*в том числе международные

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

### Покупатели и спрос

Спрос на концессионные облигации со стороны негосударственных пенсионных фондов остается высоким, но остальные потенциальные покупатели - страховые компании и банки всё ещё держатся от этого рынка в стороне.

По нашей оценке, потенциал доступной для инфраструктуры ликвидности у этих трёх групп составляет порядка 1,28-1,5 трлн руб. или 65-75% от всех средств, доступных для инфраструктуры в стране. На госбанки приходится около 40% из них, на частные банки - 3,5%, на НПФы - 12%, а на страховые компании около 5,3%.

Потребность инвесторов в «особых» классах облигаций, по нашим расчётам, превышает нынешний объём бумаг в обращении почти в 4 раза: в них могло бы быть вложено до 380-400 млрд руб., или 17-20% от всего объёма средств, доступных в стране для инфраструктуры (речь идёт и об уже работающих концессионных облигациях, и о других бумагах, которые пока не закреплены законодательно, либо просто не выпускались).

Концессионных бондов в обращении, по-прежнему, мало, несмотря на хороший спрос. Это, в первую очередь, связано с дефицитом на рынке качественных проектов, структурированных под этот тип финансирования. Причём зачастую авторы проектов изначально закладывают в проект кредитование, отсекая остальных заинтересованных.

В ближайшие год-два основными потребителями таких облигаций, с большой долей вероятности, останутся пенсионные фонды.

## Проекты и концеденты

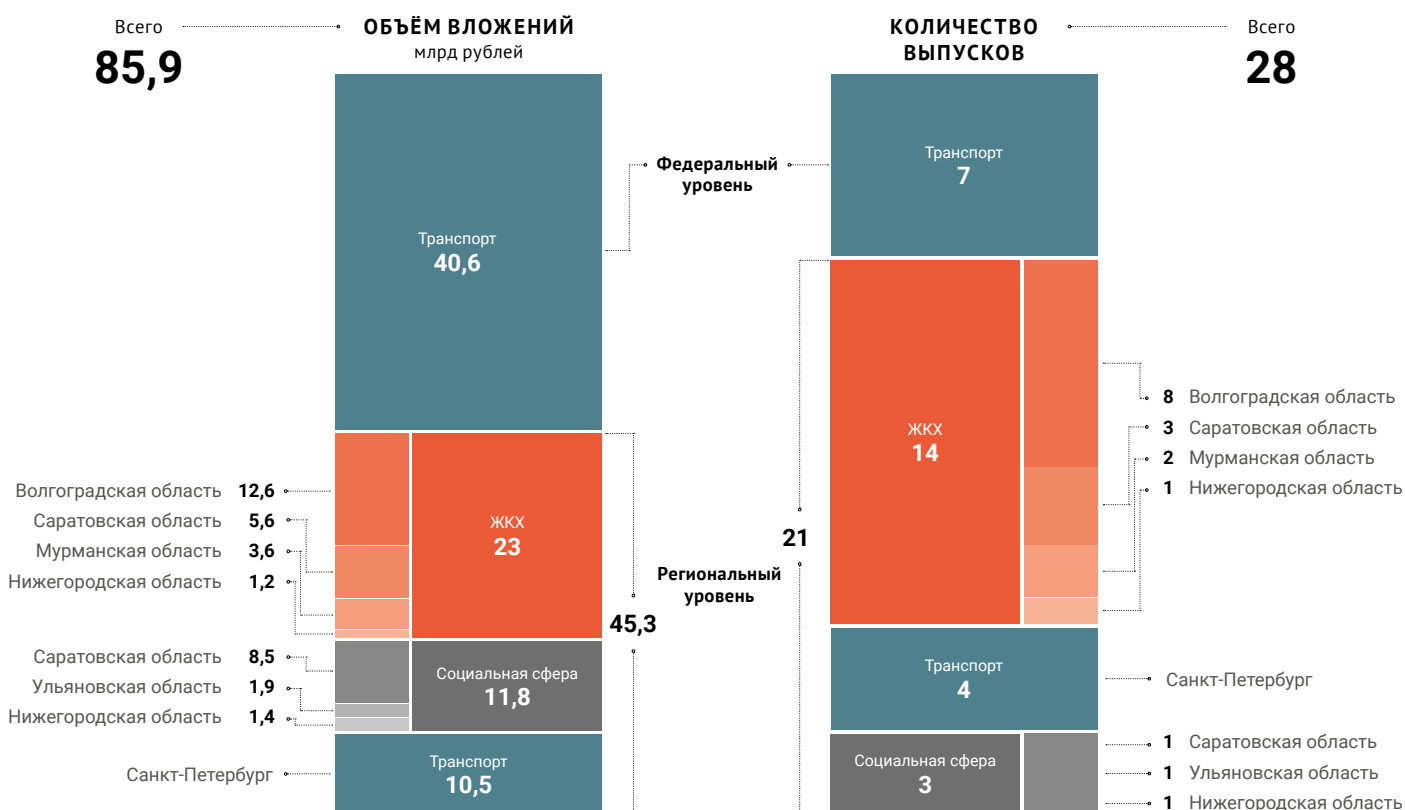
В обращении находятся концессионные облигации, выпущенные под транспортные проекты (в основном автодороги), спортивные сооружения и коммунальные объекты в сферах водоснабжения и переработки мусора (см. рисунок 4).

Доля региональных концессий в проектах, финансируемых через такие бонды, - 75% от всего количества выпусков, остальное - федеральные проекты. По объёму вложений региональные концессии также обогнали федеральные: 20 декабря 2018 года на них приходится 53% против 48% в конце 2017-го.

В отраслевом разрезе несколько снизилась доля транспортных проектов в суммарном объёме концессионных облигаций в обращении - 59,5% по сравнению с 60,6% год назад. Почти на 2 п.п. выросла доля ЖКХ и переработки мусора - до 26,8% с 24%, а объём социальных объектов, напротив сократился до 13,7% (было 15%) .

Абсолютным лидером по количеству выпусков концессионных облигаций под проекты остается сфера ЖКХ и переработки мусора. Мы ждём, что количество нетранспортных проектов в структуре финансирования через эти бонды будет и дальше расти. Но по объёму вложенных средств лидировать с большим отрывом в 2019 году, скорее всего, будет транспортная сфера. Это связано с планами по выпуску облигаций для строительства железнодорожной ветки Кызыл – Курагино.

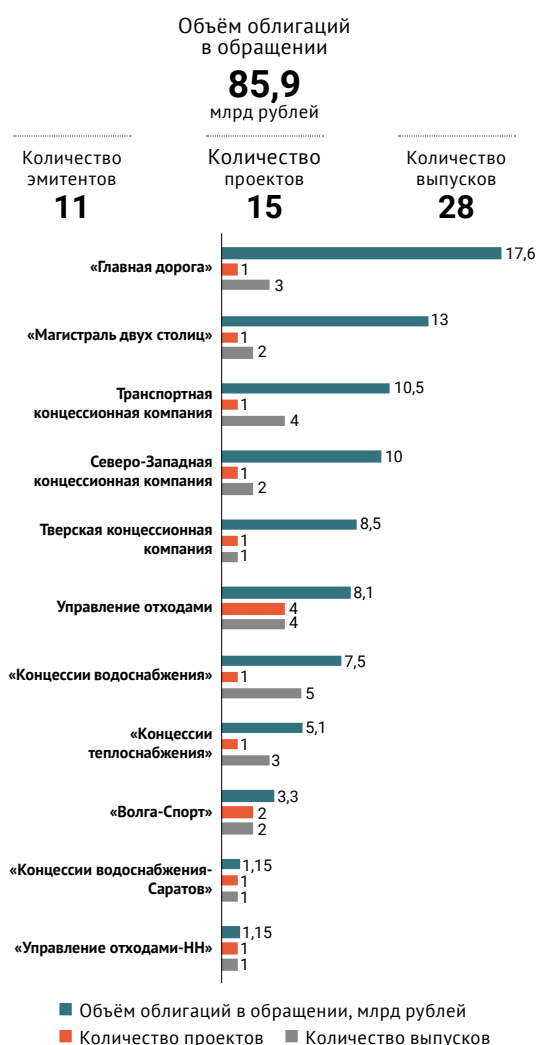
Рисунок 4. Распределение выпусков концессионных облигаций по концедентам, отраслям и регионам\*



\* данные на 20 декабря 2018 года

Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, FinamBonds

Рисунок 5. Как устроен рынок концессионных облигаций?\*



\* данные на 20 декабря 2018 года

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

## Условия и ставки

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

Средняя ставка концессионных облигаций по текущему купону за год снизилась больше чем на 1,5 п.п. - до 7,79%, значительно ниже стала средневзвешенная ставка (учитывает объем эмиссии) - 6,85%, она уменьшилась на 2,61 п.п. За предыдущий период среднее значение купонной ставки составляло 8,74%, а средневзвешенное по объему займа - 6,56%, против 11,6% и 11,8% годом ранее. Разброс ставок несколько сократился (см. рисунок 6).

Реальные ставки предыдущих выплаченных купонов год назад находились в диапазоне от 7,5% до 17,5%, по текущему купону диапазон составлял 4-16,9%. На конец декабря 2018-го ставки по предыдущему купону колеблются в промежутке от 4% до 13,5% годовых. По текущим купонам диапазон сузился еще сильнее до 4-11,5%. Такая разница объясняется тем, что большинство выплат привязаны к инфляции, а в 2016-2018 годах она значительно снизилась.

В предыдущие годы ставки купонов концессионных бондов сокращались вслед за инфляцией и ключевой ставкой ЦБ, но в декабре 2018-го Банк России пересмотрел ключевую ставку и повысил её до 7,75%. Регулятор также расширил диапазон реальной ставки до 3%, что в среднесрочной перспективе сигнализирует о том, что ключевая ставка может быть повышена вплоть до 8%. Это повлечёт за собой повышение доходности ОФЗ, а затем всех остальных долгосрочных облигационных заимствований. Мы полагаем, что выплаты по купонам концессионных облигаций будут следовать изменениям на финансовом рынке: то есть до конца 2019 года они, вероятнее всего, будут расти.

*Резко выбивается из общего тренда фиксированный купон (4%) выпуска БО-01 «Управления отходами», привязка к инфляции там заложена в цене самой бумаги (т.н. облигации с индексируемым номиналом). Ещё одно исключение - выпуски Транспортной концессионной компании, где ставку определяет эмитент (с 6-го купона).*

### Особенности концессионных выпусков

Почти все имеющиеся на рынке концессионные облигации размещены по номинальной стоимости. Исключения всего два - выпуск ОЗ «Главной дороги» размещён по цене 90% от номинала, а выпуск О2 «Управления отходами» - по цене 110,6% от номинала.

Во всех выпусках «Управления отходами» выплата первого купона отложена на полтора-два года и предусматривает отсрочку выплаты процента за пользование заёмным капиталом (см. таблицу 1).

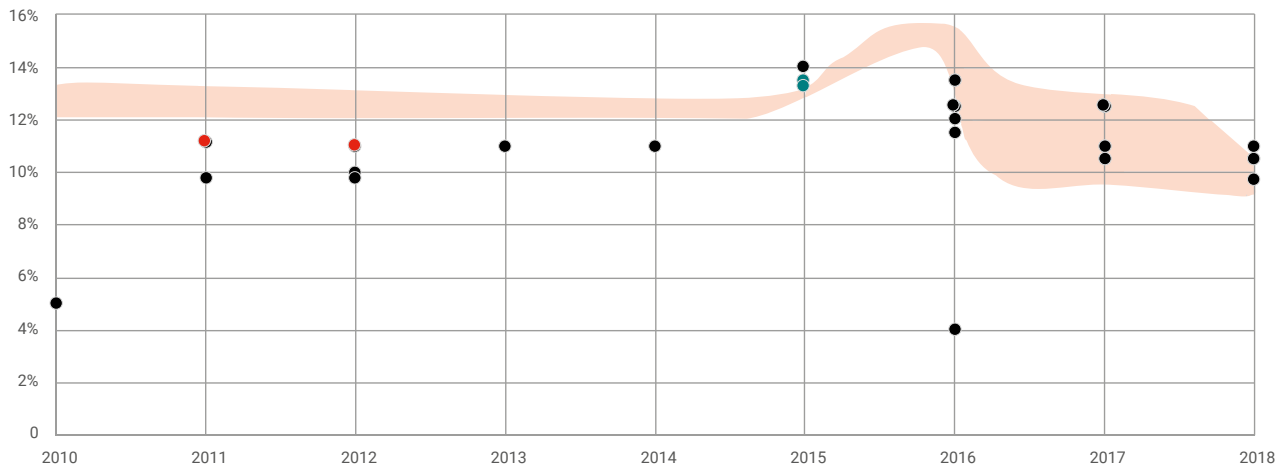
У «Управления отходами - НН», «Управления отходами» по выпуску БО-01, БО-02, Транспортной концессионной компании и Тверской концессионной компании, а также «Магистрале двух столиц» и «Волги-Спорт» номинал облигаций гасится в конце срока обращения. По остальным погашение происходит частями в даты соответствующих купонных выплат (детали в таблице 1). Соотношение выпусков концессионных облигаций с погашаемым во времени номиналом к выпускам с номиналом, выплачиваемым в последний период, - почти 1:1. Выпуски на сумму 42,9 млрд руб. (49,9%) размещены с номиналом, возмещаемым в конце обращения.

По всем концессионным бумагам в обращении выплачивается купонный доход - годовой или полугодовой, но есть и два выпуска с квартальными купонами.

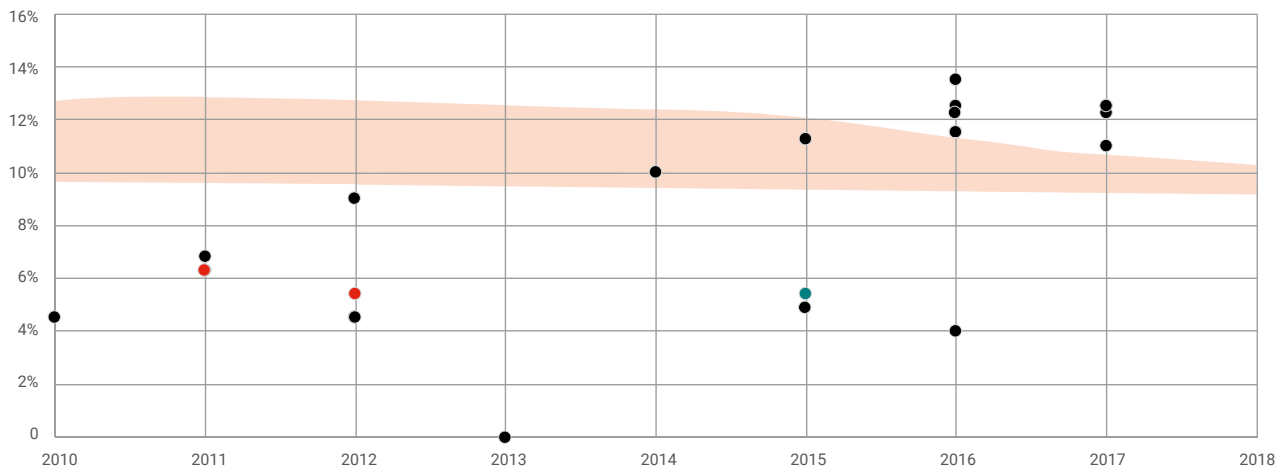
Ставка по купонам в большинстве случаев фиксированно-плавающая и привязана к инфляции, темпу роста ВВП, ключевой ставке ЦБ либо другим параметрам.

**Рисунок 6. Динамика ставок первого, предыдущего и текущего купонов концессионных облигаций в обращении в зависимости от даты размещения\***

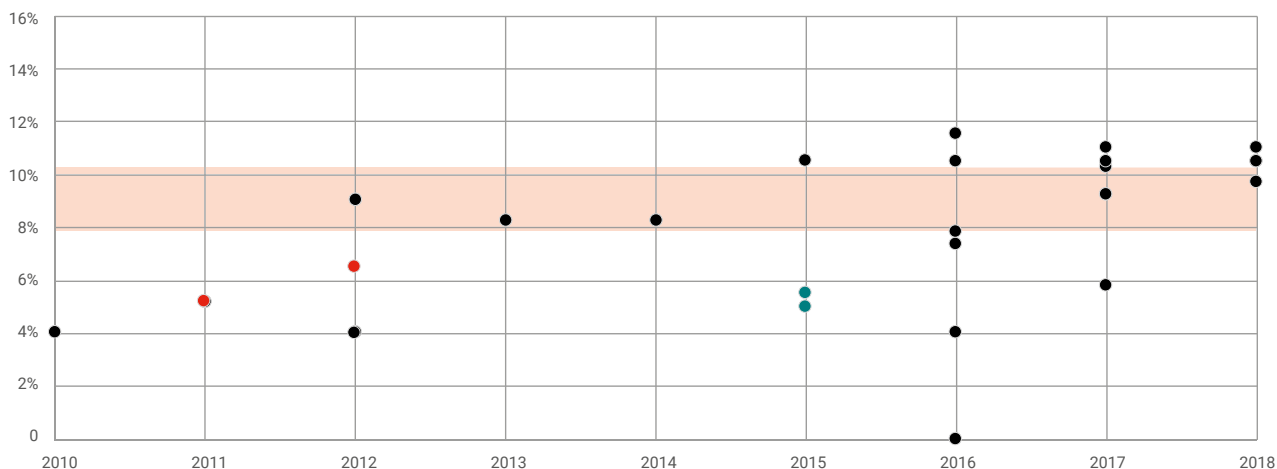
**Ставки первых купонов (выплата происходила в год размещения или последующий)**



**Ставки предыдущих купонов (выплаты купонов происходят в 2017-2018 годах)**



**Ставки текущих купонов (выплаты купонов происходят в 2018-2019 годах)**



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

\* данные на 20 декабря 2018 года

Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, расчёты InfraONE Research

## Сколько заработают облигационеры

По купонам концессионных облигаций (на общую сумму 85,9 млрд руб.) уже выплачено 32,8 млрд руб., за 2018 год эмитенты выплатили держателям бумаг 6,2 млрд руб.

Первые выпуски таких бумаг обращаются по восемь лет, а самый ранний срок погашения - через 4 года. В среднем до погашения бумаг остается 16 и более лет.

В формуле расчёта значительной части ставок купонов концессионных облигаций учтена инфляция (см. «Условия и ставки»), а реальная доходность инвестора выходит на уровень 2-4% годовых, и этот коридор за год не поменялся.

Например, по купонам выпусков 01 и 02 «Волги-Спорт» (объём 1,4 млрд руб. и 1,9 млрд руб., срок 11 и 12 лет соответственно), на конец периода обращения, по нашим расчетам, будет выплачено порядка 1,59 млрд руб. и 2,47 млрд руб. в номинальном выражении (в основе - прогноз Минэкономразвития по инфляции). Из-за инфляции и изменения ключевой ставки суммы подросли на 18,7% и 4,7 % соответственно. Реальные выплаты по купонам в конце срока обращения остаются неизменными - 0,9 млрд руб. и 1,53 млрд руб. Само тело долга к моменту окончательного погашения бумаги, напротив, уменьшится: до 0,71 млрд руб. и 0,94 млрд руб. соответственно (расчёты InfraONE Research).

На наш взгляд, тренд на учёт инфляции в ставке купона сохранится на горизонте двух-трёх лет. Концессионные облигации с высокой фиксированной ставкой в 2018 году на рынке не появлялись, мы не ждём их и в следующие годы. Впрочем, эмитенты трёх выпусков 2018 года предлагали достаточно привлекательный первый купон: 9,7%, 10,5%, 11% (см. таблицу 3). Впоследствии ставка станет более сбалансированной.

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

Таблица 4. Прогноз по выплатам некоторых выпусков концессионных облигаций

Эмитент	Серия/Класс	Срок обращения, лет	Объём выпуска, млрд руб.	Прогноз по общей сумме выплат, млрд руб.			
				купонов в номинальном выражении	номиналов в дату погашения в реальном выражении	купонов в реальном выражении	итого - сколько получат инвесторы за весь период в реальном выражении
«Управление отходами»	01	10,5 лет	2,80	3,12	1,48	1,94	3,42
	02	10,5 лет	1,7	1,83	0,93	1,09	2,02
	БО-01*	10 лет и 10 месяцев	1,85	0,88	1,85	0,74	2,59
	БО-02	12 лет и 5 месяцев	1,75	2,05	1,12	1,57	2,69
«Волга-Спорт»	01	11 лет	1,4	1,33	0,71	0,89	1,59
	02	11 лет и 4 месяца	1,9	2,36	0,94	1,53	2,47
«Концессии водоснабжения»	01	15 лет	1,5	1,69	1,14	1,01	2,15
	02	14 лет и 10 месяцев	1,9	2,1	1,4	1,43	2,83
	03	14,5 лет	1,9	2,08	1,4	1,43	2,83
	04	14 лет и 1,5 месяца	1,1	1,06	0,78	0,87	1,65
	05	13 лет и 8 месяцев	1,1	1,01	0,79	0,83	1,62

\* фиксированная ставка 4%, облигация индексируется по номиналу

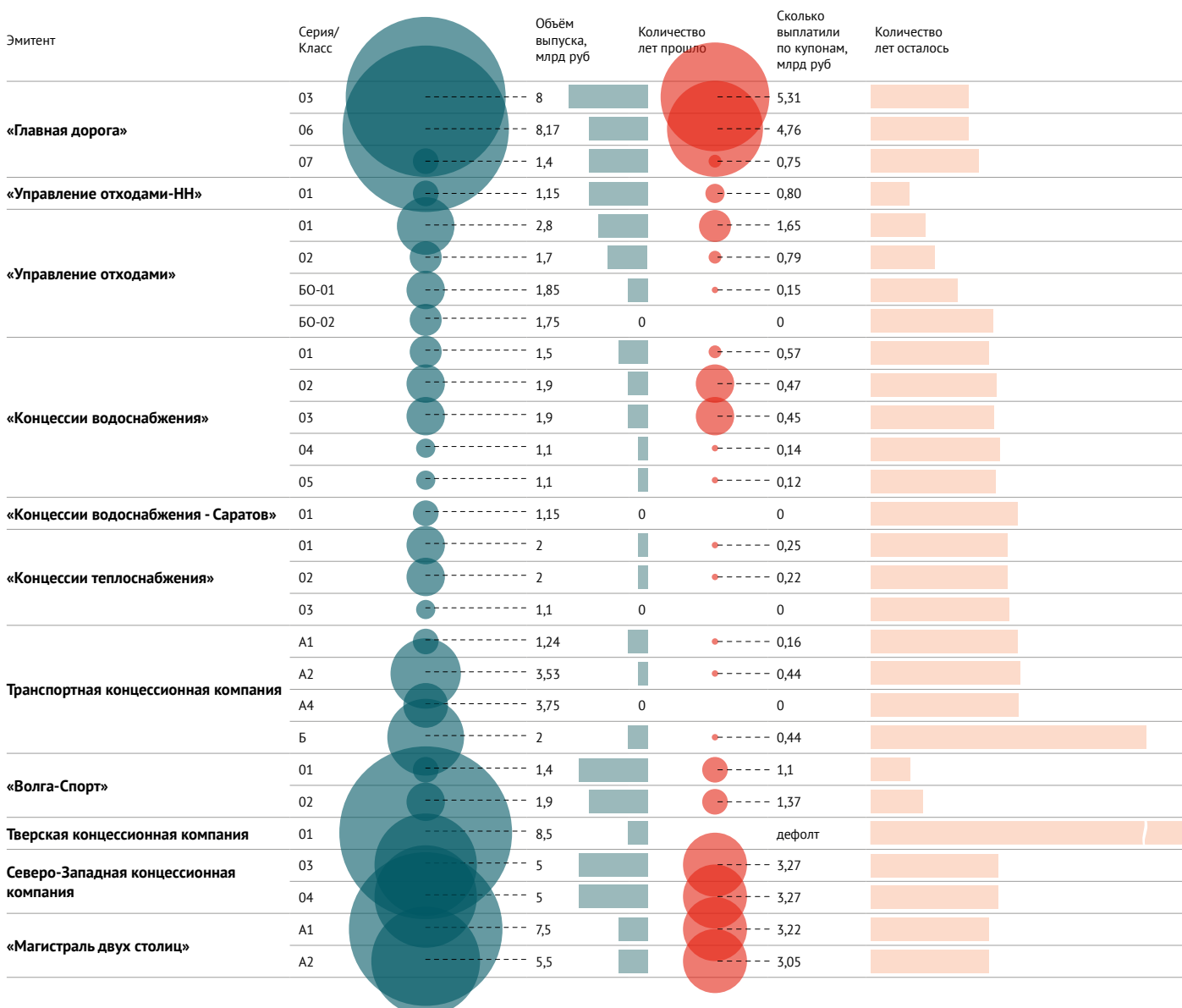


Эмитент	Серия/Класс	Срок обращения, лет	Объём выпуска, млрд руб.	Прогноз по общей сумме выплат, млрд руб.			
				купонов в номинальном выражении	номиналов в дату погашения в реальном выражении	купонов в реальном выражении	итого - сколько получат инвесторы за весь период в реальном выражении
«Концессии теплоснабжения»	01	15 лет	2	1,72	1,47	1,38	2,85
	02	15 лет	2	1,76	1,42	1,43	2,85
	03	15 лет	1,1	2,28	0,78	1,78	2,57
«Главная дорога»**	03	18 лет	8	7,61	5,93	4,98	10,91
	06	16 лет	8,173	6,58	6,06	4,33	10,38
	07	17 лет	1,4	1,19	1	0,77	1,77

\*\* для данных выпусков бралась минимальная ставка 4%

Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, Минэкономразвития, расчёты InfraONE Research

**Рисунок 7. Распределение концессионных облигаций по объёму выплаченных купонов**  
(с учётом срока эмиссии и объёма заимствований, данные на 20 декабря 2018 года)



Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, расчёты InfraONE

## Финансирование остается «связанным»

Изменений в составе эмитентов концессионных облигаций за год не произошло. Как минимум, восемь из одиннадцати эмитентов концессионных бондов в обращении представляют, по сути, одну группу инвесторов, связанную с УК «Лидер». Для рынка не секрет, что и выкупают их бумаги, как правило, пенсионные фонды группы. Пока это общий тренд для подобных инвестиций - например, первый выпуск облигаций «Магистрالی двух столиц» (консорциум Vinci и «ВТБ-Капитала») покупал «ВТБ Пенсионный фонд».

Как правило, в отчётах эмитентов и прочих открытых источниках не сообщается о покупателях бумаг. Соотношение открытой и закрытой информации о покупателях и данные о них представлены в таблице 5.

В 2019 году на рынке могут появиться новые игроки: ТЭПК «Кызыл - Курагино» с самым большим на рынке размещением и ВИС, которая выкупила проектную компанию «Экология-Новосибирск». Последняя уже зарегистрировала в ЦБ выпуск облигаций на 1 млрд руб. (компания подписала концессию на строительство двух мусоросортировочных комплексов под Новосибирском).

Мы ждём, что в ближайшие два-три года начнут появляться и рыночные выпуски концессионных бондов. Инструментом интересуются многие финансовые инвесторы, так что потенциал для конкуренции за эти бумаги есть.

*Главное следствие нынешней «связанности» финансирования для рынка концессионных облигаций не слишком позитивное: «продавцы» и «покупатели» бумаг договариваются об условиях заранее, а потому «премия» инвестора по некоторым выпускам отличается от рыночной и нерепрезентативна для будущих эмитентов: им сложнее выторговать лучшие условия привлечения денег. На конкретные концессионные проекты «закрытая» подписка облигаций чаще всего не влияет, но тормозит развитие рынка.*

Таблица 5. Кто выкупил концессионные облигации

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Держатель бумаг (сумма, млрд руб.)
«Главная дорога»	03	Участок трассы М-1 «Беларусь», обход Одинцова (Московская область)	8	5,85 - не раскрывается* 2,15 - ЗАО «Лидер»
	06		8,17292	5,85 - не раскрывается 2,32 - ЗАО «Лидер»
	07		1,4	0,75 - не раскрывается 0,65 - ЗАО «Лидер»
«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	Размещение по открытой подписке
«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	Не раскрывается
	02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	1,7	Не раскрывается
	БО-1	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	В отчётах об итогах выпуска нет данных
	БО-2	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	Не раскрывается
«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	Не раскрывается
	02		1,9	Не раскрывается
	03		1,9	В отчётах об итогах выпуска нет данных
	04		1,1	В отчётах об итогах выпуска нет данных
	05		1,1	Не раскрывается
«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Централизованная система водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	В отчётах об итогах выпуска нет данных
«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	«Алор+» по поручению и за счёт клиента
	02		2	В отчётах об итогах выпуска нет данных
	03		1,1	В отчётах об итогах выпуска нет данных
Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	«Алор+» по поручению и за счёт клиента
	A2		3,533	1,4 - «Алор+» по поручению и за счёт клиента 2,133 - не раскрывается
	Б		2	«Алор+» по поручению и за счёт клиента
	A4		3,752	Н/д

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

Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Держатель бумаг (сумма, млрд руб.)
«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	«Алор+» по поручению и за счёт клиента
	02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	«Алор+» по поручению и за счёт клиента
Тверская концессионная компания**	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	0,0011 - Банк Зенит 0,0005 - Открытие брокер 6,48 - Рост банк 0,02 - Смарт Секьюритиз 2 - Татфондбанк
Северо-Западная концессионная компания	03	Участок трассы М-11 «Москва - Санкт-Петербург», 15-58 км	5	Размещение по открытой подписке
	04		5	Размещение по открытой подписке
«Магистраль двух столиц»	A1	Участки трассы М-11 «Москва - Санкт-Петербург» - 543-646 км и 646-684 км	7,5	НПФ «ВТБ Пенсионный фонд»
	A2		5,5	Группа НПФов: O1 Group (НПФ «Стальфонд» и НПФ «Будущее») и ФК «Открытие» (НПФ «Лукойл-Гарант»)

\*\* 23 августа 2017 года и 23 августа 2018 года произошли два дефолта по выплате купонного дохода; торги этим выпуском на Московской бирже прекращены с 8 ноября 2019 года

Источник: данные Московской биржи, Национального расчётного депозитария, FinamBonds, CBonds

## Котировальный лист и ломбардный список ЦБ

На 20 декабря 2018 года в первый уровень котировального списка входил 21 выпуск из обращающихся на бирже 25-ти. Из оставшихся – три входят в третий уровень списка: это бумаги СЗКК (два выпуска) и «Концессии водоснабжения - Саратов».

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

Во второй уровень листинга в 2018 году переместились три выпуска «Главной дороги» из-за низких объемов среднемесячных сделок за два квартала (в соответствии с правилами листинга Московской биржи).

С ломбардным списком ЦБ картина с 2017-го не изменилась - пока в него входят лишь три выпуска (06 «Главной дороги», 03 и 04 СЗКК). Все они из числа самых ранних концессионных облигаций и имеют госгарантии.

С лета 2017 года попадание в ломбардный список осложнилось: теперь туда включают только те концессионные бумаги, у которых есть рейтинги агентства АКРА не ниже BBB(RU). Этот рейтинг пока не получил ни один выпуск. У шести выпусков двух эмитентов (все бонды «Главной дороги» и ТКК, в том числе ещё один планируемый к выпуску облигационный заём последней) есть рейтинги «Эксперт РА».

Мы полагаем, что концессионные облигации и дальше будут включать в котировальные листы первого и второго уровней. Но попадания концессионных бумаг в ломбардный список Банка России мы не ждём - политика регулятора такова, что перечень таких бумаг стараются ограничить, к тому же сами эмитенты не спешат получать обязательный для этого рейтинг АКРА. Впрочем, не исключено, что туда попадут бонды отдельных «титовых» проектов.

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

**Таблица 6. Кто выкупил концессионные облигации**

Эмитент	Серия/Класс	Включен ли в ломбардный список ЦБ	Уровень котировального списка на бирже	Рейтинг АКРА/Эксперт РА
«Главная дорога»	03	Нет	Второй ↓	Нет/ruBBB+
	06	Да	Второй ↓	Нет/ruAAA
	07	Нет	Второй ↓	Нет/ruBBB+
«Управление отходами-НН»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
«Управление отходами»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
	БО-01	Нет	Первый	Нет/Нет
	БО-02	Нет	Первый	Нет/Нет
«Концессии водоснабжения»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
	03	Нет	Первый	Нет/Нет
	04	Нет	Первый	Нет/Нет
	05	Нет	Первый	Нет/Нет
«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Нет	Третий	Нет/Нет
«Концессии теплоснабжения»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
	03	Нет	Первый	Нет/Нет
Транспортная концессионная компания	A1	Нет	Первый	Нет/ruAA-
	Б	Нет	Первый	Нет/ruA+
	A2	Нет	Первый	Нет/ruAA-
	A4	Нет	Первый	Нет/ruAA-
«Волга-Спорт»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
Тверская концессионная компания*	01	Нет	Отсутствует, так как торги прекращены	Нет/Нет
Северо-Западная концессионная компания	03	Да	Третий	Нет/Нет
	04	Да	Третий	Нет/Нет
«Магистраль двух столиц»	A1	Нет	Первый	Нет/Нет
	A2	Нет	Первый	Нет/Нет

\* 23 августа 2017 года и 23 августа 2018 года произошли два дефолта по выплате купонного дохода; торги этим выпуском на Московской бирже прекращены с 8 ноября 2019 года

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

## Облигации СОПФ

Внутри класса проектных инфраструктурных облигаций есть один инструмент с большим потенциалом, практики применения которого пока так и не сложилось. Это бумаги, выпущенные специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ). Они, как и концессионные бумаги, отделены от прочих бондов обязательными признаками.

СОПФ законодательно закрепили в декабре 2013 года. По данным СПАРК, на 20 декабря 2018 года в России было зарегистрировано пять компаний, содержащих в названии слова «специализированное общество проектного финансирования» (обязательное условия создания СОПФ) - см. таблицу 7. Облигации эти общества пока не эмитировали, а, как минимум, три из них даже не заявляли о таких планах.

СОПФ может выпускать облигации, предназначенные для финансирования долгосрочного инвестиционного проекта. Причем их проектная сущность должна быть отражена в проспекте эмиссии, а обеспечение таких бумаг - будущая доходность от реализации проекта. В названии эмитента обязательно должны содержаться слова «специализированное общество проектного финансирования».

Главное преимущество СОПФ-облигаций перед обычными состоит в том, что в случае дефолта облигационеры имеют больше прав, чем акционеры.

Намерения финансировать проекты через СОПФ-бонды декларировал только ВЭБ. В феврале 2018 года институт развития зарегистрировал дочернее предприятие «СОПФ Фабрика проектного финансирования» с уставным капиталом в 1 млн руб., через которое предполагается вкладывать средства, в том числе в инфраструктуру. Впрочем, в 2018 году ни эмиссий, ни регистрации выпусков так и не состоялось.

Предполагается, что средства «СОПФ Фабрика проектного финансирования» позволят вкладывать в проекты на срок до 20 лет и на сумму свыше 3 млрд руб. при условии 20%-участия в проекте частного капитала. Ставка будет включать инфляцию, доходность инфляционных ОФЗ и премию, при этом порядка 1% ставки будет субсидировано из бюджета.

Мы не ждём выпуска пилотных СОПФ-облигаций дочерней структурой ВЭБа раньше второго квартала 2019 года. На наш взгляд, возможности СОПФ остаются недооцененными: инструмент может работать, в первую очередь, не как элемент господдержки, а как способ привлечь частное финансирование. Облигации СОПФ, на наш взгляд, востребованы инвесторами также сильно, как и концессионные.

Таблица 7. СОПФ, зарегистрированные в России

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

Источник: данные СПАРК

## Глоссарий

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

## Оговорка

---

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

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

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

---

## Об InfraONE Research

---

Инвестиционная компания InfraONE («Первая инфраструктурная компания») создана в 2011 году группой специалистов, имеющих значительный опыт работы в инвестиционных проектах различных инфраструктурных отраслей.

Основная сфера деятельности InfraONE - прямые инвестиции 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 через инструменты ГЧП, концессий, проектного финансирования. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

---

## О компании InfraONE

---

InfraONE Research - исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных видах инфраструктуры, включая те проекты, где InfraONE выступает организатором, инвестиционным агентом, инвестиционным советником государственной или частной стороны, а также инвестором. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Во всех публичных материалах InfraONE Research соблюдается принцип независимости аналитических суждений. Мнение InfraONE Research может расходиться с мнением InfraONE.

Публичная аналитика компании публикуется в целях информирования рынка об актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций, не является рекламой или офертой.

---