

Weekly #9 2019

Инвестиции в инфраструктуру

- ▲ **Комплексный план:** на что и в каком объеме пошли первые вложения из федерального бюджета?
- ▲ **Облигации:** кто готов выпускать и продавать зеленые бонды в России?
- ▲ **Проекты:** станет ли система маркировки товаров бенчмарком ГЧП-рынка в ИТ-сфере?

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	2840,23	↓ 2,3%	S&P Global Infrastructure	2579,96	↓ 0,4%	S&P Green Bond Index	137,00	↓ 0,2%
MSCI EM*	996,39	↓ 8,5%	S&P EM Infrastructure	1909,34	↓ 7,2%			
MSCI Russia	662,22	↓ 2,4%	S&P High Income Infrastructure	1256,99	↓ 1,1%			

* Данные последнего обновления индекса (17 мая).

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (20 мая 2019 года). Данные о динамике индекса за последние четыре недели (22 апреля – 20 мая 2019 года).

Источник: S&P Global, MSCI

КОМПЛЕКСНЫЙ ПЛАН

Расходы бюджета на инфраструктуру. Государство в первом квартале 2019 года сделало первые вложения в проекты комплексного плана развития магистральной инфраструктуры – по оперативным данным Счетной палаты, в январе-марте они составили 16,8 млрд руб.

В федеральном бюджете на комплексный план в 2019 году предусмотрено 323,3 млрд руб. Таким образом, за два месяца бюджетное исполнение плана достигло 5,2%. Для сравнения, по нашим расчетам на основе данных Федерального казначейства, за январь-февраль в проекты комплексного плана поступило лишь 1,7% заложенных в бюджете средств.

Большую часть денег – 56%, или 9,4 млрд руб. – в январе-марте направили на федеральный проект «Коммуникации между центрами экономического роста», причем 30% (порядка 2,9 млрд руб.) – господдержка ГК «Автодор», а все остальное пошло напрямую на капитальные вложения.

Более 5 млрд руб. выделено на федеральный проект «Внутренние водные пути», который почти не предполагает частных инвестиций. Причем 92%, или 4,6 млрд руб. – субсидии бюджетным учреждениям, автономным и иным некоммерческим организациям. И только оставшиеся 412 млн руб. – прямые капитальные вложения.

Аналогичная ситуация с аэропортами: из 1,4 млрд руб., которые государство направило на федеральный проект «Развитие региональных аэропортов и маршрутов», только 204,5 млн руб. – расходы непосредственно на инфраструктуру, большая часть средств (800 млн руб.) пойдет на господдержку региональных воздушных перевозок, а оставшиеся деньги – на межбюджетные трансферты для развития гражданской авиации и аэронавигационного обслуживания.

Из получивших федеральные инвестиции проектов комплексного плана минимальный объем – 1 млн руб., согласно данным Счетной палаты – достался проекту «Железнодорожный транспорт и транзит».

Вообще не распределили средства в январе-марте на федеральные проекты «Северный морской путь» (в бюджете 2019 года заложено 9,6 млрд руб.), «Европа – Западный Китай» (заложено 4,7 млрд руб.), «Высокоскоростное железнодорожное сообщение» (заложено 88 млн руб.), «Транспортно-логистические центры», но на него расходы в федеральном бюджете на 2019 год не предусмотрены.

Прямыми вложениями в инфраструктуру из всех трат на проекты комплексного плана в первом квартале, по нашей оценке, можно считать только 8,1 млрд руб., или 48%. Но вложения в нее могут частично осуществляться и в рамках остальных «неинфраструктурных» расходов.

По доле исполненных расходов к запланированным лидирует федеральный проект «Внутренние водные пути» (13,1%). Исполнение остальных профинансированных составляет менее 5% (см. рисунок 1). Причем у «Железнодорожного транспорта и транзита» оно 0,02%.

Если сравнивать с национальными проектами, то бюджетное исполнение комплексного плана пока заметно им уступает – среднее значение по всем проектам майского указа составляет 12,9% против 5,2% у комплексного плана. Это связано в том числе и с особенностями отбора проектов в последний.

Рисунок 1. Федеральные расходы в рамках комплексного плана в первом квартале 2019 года, млрд руб.



Источник: данные Счетной палаты, Федерального казначейства, комплексного плана, расчеты и анализ InfraONE Research

Подробнее о том, как государство отбирает проекты для финансирования в рамках комплексного плана, читайте в аналитическом обзоре InfraONE Research «Комплексный план: деньги, ограничения, перспективы» на infraone.ru.

Мы полагаем, что в ближайшие месяцы бюджетные расходы на комплексный план продолжат расти: вполне вероятно, что в следующем квартале освоение может увеличиться в два раза. То есть оно вряд ли превысит 20-25% по итогам полугодия. Пока эта динамика повторяет не слишком эффективную логику инфраструктурных трат федерального бюджета в прошлые годы, когда максимум средств расходуется в последнем квартале.

К тому же государство все еще тратит не на конкретные проекты по созданию новой инфраструктуры, а скорее решает задачи по сохранению и поддержанию старой. Объем расходов, на наш взгляд, должен заметно вырасти, когда запустятся первые концессионные проекты плана. Но качественно структурированные и готовые для финансирования — по-прежнему в дефиците.

ОБЛИГАЦИИ

РЖД и зеленые евробонды. В середине мая РЖД — первая среди российских компаний — разместила на Ирландской фондовой бирже зеленые еврооблигации объемом €500 млн (около 37 млрд руб. по курсу на дату размещения).

Согласно проспекту эмиссии, компания собирается потратить привлеченные средства на закупку локомотивов и пассажирских электропоездов.

Срок погашения облигаций составит 8 лет, ставка купона — 2,2% с периодом выплат — один раз в год. Облигации были размещены по открытой подписке. Организаторами эмиссии выступили JP Morgan, UniCredit и «ВТБ Капитал».

Последний раз РЖД выпускала облигации, номинированные в евро, в марте 2014 года на той же Ирландской фондовой бирже (более поздние выпуски еврооблигаций были в долларах, рублях и швейцарских франках). Объем эмиссии составил те же €500 млн, срок размещения — 9 лет, но ставка была выше — 4,5%, несмотря на то, что размещение было до кризиса и снижения суверенного рейтинга России и самой монополии.

Впрочем, французская SNCF Réseau (владелец и оператор железнодорожной сети во Франции) привлекла в январе 2019-го деньги через 10-летние зеленые бонды на панъевропейской фондовой бирже Euronext на еще более выгодных, чем у РЖД, условиях — с купонной ставкой 0,875%. Объем эмиссии составлял €500 млн, выплаты купона тоже будут ежегодными.

В случае с РЖД, на наш взгляд, сыграл страновой риск. Тем не менее, купонная ставка все равно оказалась одной из самых низких для российских эмитентов.

Мы полагаем, что с учетом объемов обновления подвижного состава (порядка 105 млрд руб. в 2018 году), экологических целей, поставленных в долгосрочной программе развития, и возможностей по увеличению долговых обязательств (по нашей оценке, без ущерба для устойчивости дополнительные заимствования РЖД могут составить 116 млрд руб.), компания может привлечь через зеленые облигации еще до 50-60 млрд руб.

В целом мы оцениваем потенциал зеленых облигаций российских эмитентов на внутреннем и внешних рынках в ближайшие три года на уровне 270-290 млрд руб. (см. таблицу 1). Часть этих средств могло бы привлечь само государство или регионы – так, как это происходит в других странах мира (например, недавно выпуски суверенных зеленых бондов разместили власти Франции, Бельгии, Польши и Нигерии). Также довольно высок потенциал корпоративных эмитентов и концессионных компаний (у последних, например, есть 15 выпусков бондов приблизительно на 23 млрд руб. на потенциально зеленые проекты).

Таблица 1. Потенциальные эмитенты зеленых облигаций для финансирования инфраструктурных проектов в России в 2019-2021 годах

Уровень	Потенциальный эмитент	Цели	Потенциал рынка, млрд руб.
Суверенный / субсуверенный	Федеральное правительство / региональные и муниципальные органы власти	Финансирование проектов в сфере экологии и ТКО, энергетики, городского рельсового транспорта, социальной инфраструктуры	100-130
Корпоративный	РЖД, «РусГидро», МРСК и другие естественные монополии, работающие с публичной инфраструктурой	Финансирование собственных инвестиционных проектов, направленных на улучшение экологии, уменьшение выбросов парниковых газов и т.д.	80-90
	Специальные проектные компании (консорциумы), реализующие концессионные проекты	Финансирование проектов в сфере ТКО, экологии, энергетики, ЖКХ, социальной, транспортной инфраструктуры, связи	60-70
Итого			240-290

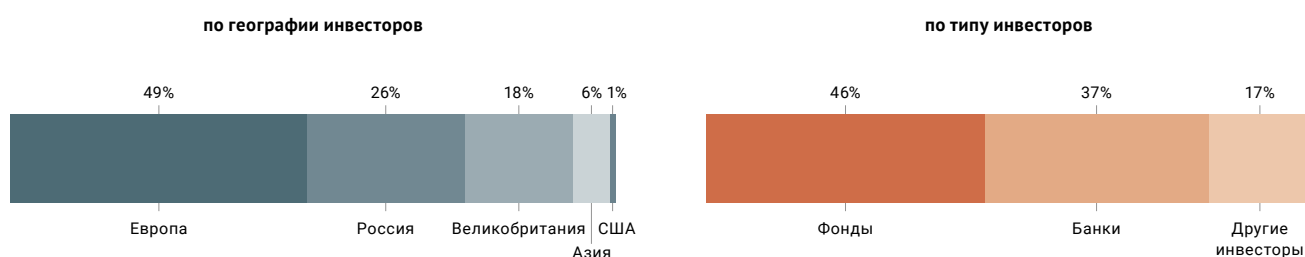
Источник: диагностическая записка ЦБ о зеленых финансах, расчеты и анализ InfraONE Research

Таблица 2. Потенциальные покупатели российских зеленых облигаций на концессионном рынке в 2019-2021 годах

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

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

Рисунок 2. Кто купил зеленые еврооблигации РЖД



Источник: данные Cbonds

Выкупить этот объем зеленых облигаций могут финансовые институты внутри страны. Причем, по нашей оценке, наиболее заинтересованы в них негосударственные пенсионные фонды, также покупателями могут стать, например, госбанки. Кроме того, возможность выпуска таких облигаций российскими компаниями на международных рынках дает шанс привлечь больше средств. Так, почти половину зеленой эмиссии РЖД выкупили европейские инвесторы и лишь четверть — российские (см. рисунок 2).

Все оттенки зеленого

Несмотря на то, что на российском рынке уже есть облигации, которые могли бы относиться к зеленым (например, в сфере обращения с ТКО или ЖКХ), чтобы стать таковыми в глазах зарубежных инвесторов, необходимо пройти специальные процедуры сертификации.

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

Так, например, недавний выпуск облигаций «Ресурсосбережения ХМАО» (1,1 млрд руб. на создание полигона ТКО в регионе) считается зеленым по более мягким процедурам Green Bond Principle ICMA. А РЖД выпустила зеленые евробонды по более строгим стандартам Climate Bond Initiative.

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

ВЭБ рассчитывает раскрыть потенциал СОПФ. ВЭБ рассчитывает раскрыть потенциал СОПФ. Банк России в мае зарегистрировал программу облигаций дочерней структуры ВЭБ.РФ — СОПФ «Фабрика проектного финансирования» — в объеме до 294 млрд руб.

СОПФ-облигации «дочка» ВЭБ.РФ выпустит под государственную гарантию для финансирования проектов «фабрики», срок погашения будет зависеть от того, какая дата наступит раньше — 20 лет с момента размещения первого выпуска или 30 июня 2040 года.

Первые средства, привлеченные в ходе размещения, как ожидается, пойдут на реализацию трех инвестиционных проектов: одного в добывающей и двух в химической промышленности. Суммарное участие ВЭБ.РФ в них оценивается в более чем 40 млрд руб.

О планах по финансированию конкретных инфраструктурных проектов в рамках «фабрики» госкорпорация пока не сообщала. На наш взгляд, на часть из оставшихся 250 млрд руб. может претендовать и инфраструктура. Впрочем, мы не ждем, что ВЭБ вложит в такие проекты более 60 млрд руб. в ближайшие несколько лет.

Мы полагаем, что потенциал облигаций СОПФ не ограничивается «фабрикой проектного финансирования» ВЭБа. Он может использоваться в концессионных и ГЧП проектах и другими эмитентами, причем спрос на такие бумаги, скорее всего, будет не менее высоким, чем на концессионные бонды.

Выпуск облигаций СОПФ законодательно разрешили еще в декабре 2013 года, но за эти пять лет на рынке инструмент так никто и не опробовал. Такие бумаги могут выпускать только специализированные общества проектного финансирования, что обязательно должно быть указано в названии. Согласно данным СПАРК, число СОПФ на май 2019 года в России достигло шести.

ПРОЕКТЫ

Созданная в рамках ГЧП-соглашения система позволит проследить путь товаров от изготовителя к потребителям и бороться с незаконным оборотом. Список товаров, обязательных к маркировке, насчитывает 10 групп. Среди них – табачные изделия, духи, шины, обувь, предметы верхней одежды, фотокамеры и т.д. Для большинства товаров из этого перечня маркировка будет обязательной с 1 декабря, но в отношении табачной продукции она уже действует с 1 марта (впрочем, продажа немаркированной продукции разрешена до 1 июля 2020 года).

Маркировка товаров как первый мегапроект в ГЧП. Минпромторг в качестве публичной стороны до 7 июня должен заключить ГЧП-соглашение в сфере информационных технологий на создание системы маркировки товаров.

Согласно распоряжению правительства, частной стороной станет ООО «Оператор – ЦРПТ». Отдельные права и обязанности публичной стороны будут закреплены (помимо Минпромторга) за Минкомсвязи, Минздравом, Минсельхозом, Федеральной налоговой и Федеральной таможенной службами, Росздравнадзором, Роспотребнадзором и Россельхознадзором.

Срок соглашения – 15 лет, объем вложений в создание системы в распоряжении не уточняется. Однако ранее сообщалось, что они все будут частными и могут превысить 200 млрд руб. Инвестор впоследствии компенсирует свои расходы за счет производителей товаров, обязательных к маркировке (соответствующий перечень правительство утвердило в апреле 2018 года). Чистая приведенная стоимость проекта (NPV) ожидается на уровне 7,5 млрд руб.

Соглашение на создание системы маркировки будет подписано в рамках 224-ФЗ. Несмотря на то, что он принят в 2015 году, у рынка пока минимальный опыт – первые проекты дороже 100 млн руб. появились лишь в прошлом году. Они занимают очень небольшую долю рынка инвестиций в инфраструктуру – их общая сумма составляет 600 млн руб., или всего 0,4% по сравнению с объемом концессионного рынка на конец 2018 года.

Система также может стать первым настолько крупным соглашением для сферы информационных технологий. Последняя официально стала объектом для ГЧП и концесий соглашений совсем недавно – в июне прошлого года. Но крупных проектов – вне сферы транспортной тематики – в ИТ-отрасли все еще не появилось. Мы полагаем, что потенциал отрасли начнет раскрываться в ближайшие два-три года, когда рынок освоится с тематикой новых проектов, а профильные компании с особенностями государственно-частного партнерства.

Таблица 3. Примеры ГЧП-соглашений, заключенных в 2018 году*

Проект	Объем, млн руб.	Сфера	Регион	Дата подписания	Срок соглашения, лет	Публичная сторона	Частная сторона
Строительство спортивно-оздоровительного комплекса в Набережных Челнах	220,8	Социальная инфраструктура/Спорт	Татарстан	26.04.2018	10	Администрация Набережных Челнов	ООО «Аква-Регион»
Строительство многофункционального спортивного комплекса в Воронеже	235,5	Социальная инфраструктура/Спорт	Воронежская область	17.08.2018	12	Управление физической культуры и спорта Воронежской области	ООО «Домани Групп»
Создание шести автоматических АЗС в Ижевске	148,8	Транспортная инфраструктура/Заправки	Удмуртия	03.07.2018	10	Администрация Ижевска	ООО «Паритет»

* Проекты дороже 100 млн руб., заключенные по 224-ФЗ.

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

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