

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	2953,91	↑2,5%	S&P Global Infrastructure	2110,26	↑2,2%	S&P Green Bond Index	139,24	↑0,04%
MSCI EM	912,57	↑1,7%	S&P EM Infrastructure	1511,21	↓0,2%			
MSCI Russia	590,47	↑4,3%	S&P High Income Infrastructure	1031,27	↑2,3%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (18 мая 2020 года). Данные о динамике индекса за период с 7 по 18 мая 2020 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Алексей Жундрик  
zhundrikov@infraone.ru

Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

Weekly #10 2020

## Инвестиции в инфраструктуру: угрожает ли кризис инвестпрограммам промышленных и инфраструктурных компаний?

*Многие естественные монополии, к которым относятся промышленные и инфраструктурные компании федерального и регионального значения, в условиях кризиса и снижения денежных потоков начинают сокращать инвестиционные программы. Это приводит к сдвигу запуска необходимых для развития проектов, вызывает спад в смежных отраслях и ухудшает экономическую ситуацию в целом.*

*В каких секторах экономики задумались о сокращении инвестпрограмм? Какие способы сохранения последних существуют? Может ли в этом помочь проектное финансирование?*

- На середину мая известно о планах сократить инвестиционные программы почти десятка компаний из промышленного и инфраструктурного секторов. Планы их развитию могут пересмотреть в среднем на 20%: с утвержденных 3,9 трлн руб. до 3,1 трлн руб.
- Большая часть компаний, сокращающих инвестпрограммы, относится к нефтегазовой и химической промышленности, лишь две представляют инфраструктуру. При дальнейшем ухудшении экономических условий, представительство последней может расширяться: за счет компаний коммунальной и транспортной сферы.
- Общий объем возможного сокращения инвестпрограмм в 2020 году тогда достигнет 1,7 трлн руб., при этом около 400 млрд руб. придется на инфраструктурный сектор.

- Для сохранения инвестиционных программ компании могут прибегнуть к привычным инструментам: банковским кредитам и облигационным займам. Но подобный сценарий не подходит почти для половины крупных компаний, поскольку их долговая нагрузка и так высока.
- Таким компаниям придется обращаться к новым инструментам: например, выпуску вечных облигаций (первыми в отечественном реальном секторе это планируют сделать РЖД), а также более активному привлечению в инвестпрограммы инструментов проектного финансирования. Либо компании будут вынуждены отказываться от новых проектов.
- Потенциал рынка проектного финансирования для «разгрузки» инвестиционных программ в 2020–2021 годах мы оцениваем в 1,2 трлн руб. Причем сам инструмент уже используется в промышленности и инфраструктуре. Например, в виде концессий. Их общий объем с участием транспортных и добывающих компаний в портовой и железнодорожной сфере составляет около 300 млрд руб.

**Планы по сокращению инвестиций.** По данным на середину мая, о намерениях уменьшить объемы своих инвестиционных программ на 2020 год заявило около десятка компаний с общей выручкой 16,5 трлн руб. (по итогам 2019-го). В среднем сокращение планируется на 20%, или суммарно с 3,9 трлн руб. до 3,1 трлн руб. (подробнее см. таблицу 1).

*Самые крупные сокращения инвестиционных программ на 2020 год ожидаются у «Газпрома», РЖД и «Роснефти»: на 216 млрд руб., 204 и 200 млрд руб. соответственно.*

Пока к ним в основном относятся организации из нефтегазового сектора, пострадавшего от низких цен на энергоносители, а также представители химической промышленности. Но подобные планы начинают возникать в отношении транспортных и энергетических компаний, на экономические возможности которых влияет снижение спроса из-за последствий пандемии. Также высока вероятность снижения инвестиций у коммунальных компаний, если кризис неплатежей в отрасли растянется на лето и осень.

По нашей оценке, суммарный объем инвестпрограмм, реализуемых в 2020 году крупнейшими российскими компаниями (как в промышленности, так и в инфраструктуре), — около 8 трлн руб. Если из-за ухудшения экономической ситуации снижение инвестиций будет таким же, как у уже объявивших компаний, то оно приведет к уменьшению инвестпрограмм на 1,5–1,7 трлн руб. Из них около 400 млрд руб. сокращения может прийти на инфраструктурные компании.

Следствием уменьшения инвестиционных программ может стать не только незапуск отдельных крупных проектов или рост доли устаревшей инфраструктуры, но и недогрузка строительных, металлургических, транспортных, энергетических и других компаний, которая вызовет спад в соответствующих отраслях и экономике в целом.

Предыдущий кризис (2014–2015 годов) сказался на общем объеме инвестпрограмм менее заметно. Косвенное свидетельство этому — инвестиции в основной капитал, которые в текущих ценах практически не изменились. Впрочем, в постоянных ценах падение в 2015-м по отношению к 2014-му составило 10%.

Инвестиционная политика крупных компаний тогда могла быть разнонаправленной. Например, в то время как РЖД снизила на 12% объем инвестиционной программы на 2015 год (по отношению к планам

на 2014–2016 годы), «Газпром», напротив, в течение года увеличил объем уже утвержденной программы примерно на 20% (и повторил то же самое через год).

В кризис 2008–2009 годов инвестпланы пересмотрело большинство крупных компаний: «Газпром» тогда сократил финансирование инвестпрограммы на 2009 год на 17% (до 761 млрд руб.), а РЖД и ФСК ЕЭС – примерно в полтора раза. По данным Росстата, общий объем инвестиций в основной капитал в 2009 году упал по отношению к 2008-му на 10% в текущих ценах, или 13,5% – в постоянных.

Нынешняя ситуация в экономике ближе ко второму случаю, однако свое влияние оказывают не только низкие цены на нефть, но и последствия пандемии. Поэтому, на наш взгляд, это может привести к более затяжному кризису и пониженному объему инвестиционных программ компаний не только в 2020-м, но также, вероятно, и в 2021 году.

**Таблица 1. Примеры компаний, которые могут сократить инвестпрограммы на 2020 год**

Компания	Отрасль	Выручка в 2019 году, млрд руб.	Чистая прибыль в 2019 году, млрд руб.	Объем утвержденной инвестпрограммы на 2020 год, млрд руб.	Объем после пересмотра, млрд руб.	Причина сокращения
«Газпром»	Добыча и переработка газа	4758,7	651,1	1054	843	Оптимизация финансирования, перенос реализации ряда проектов на более поздний срок
«Роснефть»	Добыча и переработка нефти	6827,5	396,5	950	750	Сложная ситуация на глобальном нефтяном рынке и необходимость сокращения нефтедобычи
РЖД	Транспорт	1848,1	53,5	823,6	620	Уменьшение источников финансирования из-за пандемии. До 370 млрд руб. планируется привлечь за счет выпуска вечных облигаций
«Газпром нефть»	Добыча и переработка нефти	1809,8	216,9	421	337	Оптимизация финансирования (сокращение приведено по данным топ-менеджмента на конец апреля)
«Россети»	Энергетика	39,4	135,2	293	253	Сокращение числа проектов по техприсоединению (по одному из сценариев Минэнерго, но пока в ведомстве и в самой компании надеются на сохранение объема)
«Новатэк»	Добыча и переработка газа и нефти	528,5	237,2	250	200	Снижение затрат на менее профильные – нефтедобывающие – проекты компании
«Северсталь»	Металлургия	457,6	105,7	111	67–78	Неблагоприятная ситуация на рынке и шестикратное снижение чистой прибыли (по МСФО). В конце апреля речь шла о возможном сокращении инвестпрограммы на 30–40%
«Уралхим»	Химическая промышленность	81,1*	– 40,2*	14,7	10,3–13,2	Нестабильная и непредсказуемая ситуация с ценами на продукцию на профильном рынке (по данным на конец апреля, сокращение инвестиций возможно на 10–30%)
«Уралкалий»	Химическая промышленность	170,4	79	42	29,4	Нестабильность на рынке удобрений и снижение цен на сырье

\* Указаны финансовые показатели за 2018 год.

Источник: данные компаний, СПАРК, СМИ, расчеты и анализ InfraOne Research

**Инвестпрограммы и способы их поддержки.** Сохранить свои инвестиционные программы на запланированном уровне или минимизировать их сокращение компании могут с помощью банковского кредитования, эмиссии облигаций, перенаправления предназначенных на дивиденды, средств поддержки от государства (как косвенной — в виде налоговых льгот, так и прямой — в виде субсидий), а также более активного применения инструментов проектного финансирования.

Но первыми двумя способами — банковскими и облигационными заимствованиями — сложно воспользоваться компаниям, уже имеющим большие долги на фоне снижающихся денежных потоков. В прошлый кризис дополнительным ограничителем на внутреннем рынке для заемщиков выступала и более высокая ключевая ставка Центробанка.

По нашим прогнозам, позволить себе заимствования в ближайший год сможет лишь около половины крупнейших компаний в промышленности и инфраструктуре, чья выручка составляет примерно треть от суммарной по рынку. Кроме того, обычно в условиях кризиса объемы привлечения средств с помощью таких инструментов снижаются, а облигационное заимствование уступает банковскому по своему масштабу (см. рисунок 1).

Некоторые компании пошли по пути использования новых инструментов. Например, в РЖД заявили о планах выпуска вечных (бессрочных) облигаций в объеме до 370 млрд руб. для финансирования инвестиционной программы 2020 года. Такие бонды не учитываются полностью в долге организации, кроме того, они могут быть погашены по ее решению в благоприятный для этого момент.

Для железнодорожной монополии вопрос привлечения средств на инвестпрограмму актуален, поскольку отношение чистого долга к EBITDA в 2019 году составляло 2,49х (в годовом отчете за 2018 год верхняя граница комфортной долговой нагрузки была на уровне 2,5х).

Для инвестора вечные облигации чаще всего предполагают большую — на 2–4 п. п. — ставку купона, чем у обычных пяти- или десятилетних корпоративных облигаций. Это связано с тем, что бессрочные бонды считаются более рискованным активом: в случае банкротства средства будут возвращены их приобретателю лишь после удовлетворения требований других кредиторов.

Пока такой инструмент не использовался промышленными и инфраструктурными компаниями в России. Основными покупателями подобных облигаций, вероятно, могут выступить крупнейшие банки (преимущественно государственные).

Еще одним из способов финансирования инвестпрограммы на фоне снижающихся доходов может быть частичная выплата дивидендов акционерам либо временный отказ от них. Но на такой шаг могут пойти не все компании, и в особенности в нем ограничены те, акционером которых является государство. По данным Казначейства, объем федеральных доходов от выплаты государству дивидендов в 2019 году составил около 442 млрд руб. (почти половина средств для майского антикризисного пакета мер).

Налоговые льготы и прямые субсидии в условиях кризиса «массово» не могут решить проблему сохранения инвестиционной программы. Чаще их используют только, если целая отрасль находится в состоянии кризиса и ее компании нуждаются в поддержке операционной деятельности.

Вариантом решения проблемы с долговой нагрузкой и сохранением их инвестпрограмм может быть реализация планов компаний с привлечением инструментов проектного финансирования. В этом случае долг и возможные

*До РЖД на российском рынке ценных бумаг выпуском вечных облигаций занимался только банковский сектор. Согласно данным CBonds, в 2012–2020 годах состоялось 29 эмиссий подобных бондов на общую сумму \$6,35 млрд (эквивалентно 472,4 млрд руб. по курсу на 14 мая 2020 года). Банки используют этот инструмент, чтобы расширить собственные активы и соблюсти требования «Базеля III» о достаточности капитала.*

заимствования учитываются в отчетности специальной проектной компании, а риски реализации проекта могут быть разделены с государством. Кроме того, с помощью инструмента могут быть реализованы и небольшие похожие проекты в инвестпрограмме. Если их объединить в пул общей стоимостью от 5 млрд руб. до 10 млрд руб., то в таком виде они уже будут представлять интерес для финансирующих организаций.

По нашей оценке, с помощью этого инструмента можно реализовать до 15% от объема инвестпрограммы конкретной компании, или в масштабах рынка – сохранить в них до 1,2 трлн руб.

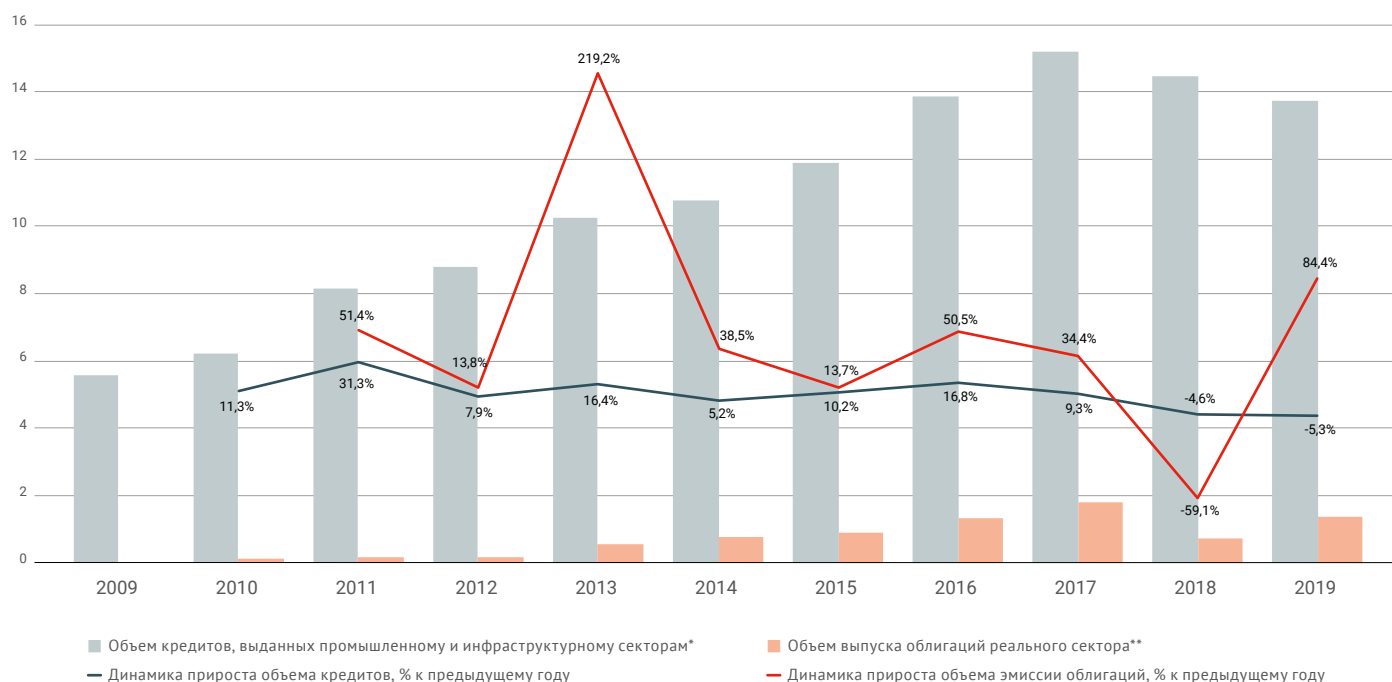
**Таблица 2. Инструменты поддержки инвестиционных программ крупнейших предприятий**

Инструмент	Примеры предприятий, которые могут воспользоваться	Плюсы инструмента	Минусы инструмента	Потенциал рынка в 2020–2021 годах, млрд руб.
<b>Традиционное банковское кредитование и облигационные заимствования</b>	Почти половина компаний промышленного и инфраструктурного секторов (для остальных получение дополнительных кредитов может оказаться чрезмерным для долговой нагрузки)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Стандартный и наиболее регламентированный инструмент финансирования</li> <li>+ Доступны наибольшие объемы средств</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Может быть превышен лимит риска на одного заемщика, и тогда банк откажет в финансировании</li> <li>– Увеличение долговой нагрузки (долг полностью отражается в отчетности)</li> <li>– Небольшой срок кредита, часто недостаточный для реализации конкретного проекта</li> </ul>	до 3000*
<b>Вечные облигации</b>	За рубежом помимо банков эти бумаги выпускают компании из транспортной, строительной, энергетической, коммунальной отраслей, здравоохранения и сельского хозяйства	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Возможность «растянуть» процесс их погашения на более долгий срок</li> <li>+ Возможность не учитывать в полном объеме в долге компании-бенефициара</li> <li>+ Эмитентом должна быть организация, существующая более пяти лет и обладающая рейтингом на уровне не ниже странового</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Практики выпуска данных ценных бумаг со стороны реального сектора в России не было</li> <li>– Инструмент более рискованный, при банкротстве эмитента очередность возмещения по активу идет лишь после держателей обычных облигаций</li> <li>– На бумаги может быть низкий спрос из-за кризиса</li> </ul>	до 700
<b>Сокращение или перенос выплат дивидендов</b>	Акционерные компании промышленного и инфраструктурного секторов, регулярно выплачивающие дивиденды	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Возможность «высвободить» средства на исполнение инвестиционной программы, не прибегая к иным, более дорогостоящим инструментам</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– В случае если акционером является государство, бюджет теряет доходы</li> <li>– Уменьшение рыночной капитализации компании</li> </ul>	до 150
<b>Налоговые льготы</b>	Крупные добывающие компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Возможность использовать под сложные для реализации проекты (например, в Арктике)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– В случае активного применения появляются выпадающие доходы бюджета</li> <li>– Трудность получения</li> </ul>	н/д
<b>Проектное финансирование</b>	Промышленные и инфраструктурные компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Возможность перенести часть инвестиционной программы за баланс компании-бенефициара (за счет структурирования через концессии и ГЧП)</li> <li>+ Перераспределение высвободившихся средств на другие проекты</li> <li>+ Возможность использовать в сочетании с другими инструментами (СПИК, СЗПК и т.д.)</li> <li>+ Возможность упаковать небольшие схожие объекты в пул</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Необходимость дополнительного анализа инвестпрограммы и реструктурирования проектов под конкретные инструменты</li> <li>– Небольшой опыт использования такого инструмента для «разгрузки» инвестпрограмм самими крупными компаниями</li> </ul>	1200*

\* При условии концентрации ресурсов на данном инструменте. В сочетании с вложениями финансовых инвесторов в вечные облигации и/или кредитование потенциал может быть сокращен.

**Рисунок 1. Объемы выданных кредитов и выпущенных облигаций реального сектора в 2009–2019 годах**

трлн руб.



\* Исключая данные по кредитам секторов оптовой и розничной торговли, операций с недвижимым имуществом, прочим видам деятельности и незавершенным расчетам.

\*\* Исключая облигационные выпуски банковских и финансовых организаций.

Источник: данные ЦБ, Cbonds, расчеты InfraOne Research

**Проектное финансирование и инвестпрограммы.** Для того чтобы не увеличивать и без того большую долговую нагрузку, инструменты проектного финансирования активно применяют китайские железнодорожные компании.

По данным S&P Global, среднее значение отношения долга к EBITDA у китайских организаций, работающих в сфере железных дорог и метро, в 2012–2018 годах было самым высоким среди других отраслей: почти 14x. Даже у ближайшей по показателям отрасли — химической — соотношение почти вдвое меньше (7,5x). Это затрудняет кредитование организаций сферы, но в случае реализации проекта через консорциум такой проблемы не возникает.

В 2016 году правительство Китая заключило ГЧП-соглашение с консорциумом из четырех компаний по строительству скоростной железнодорожной ветки до нового аэропорта Пекина. Стоимость проекта составила \$ 2,2 млрд, из которых \$ 1,43 млрд привлекли с помощью банковских кредитов, а оставшуюся сумму — за счет акционерного финансирования.

В консорциум вошли China Railway Construction (CRC), инжиниринговая Beijing MTR Construction Administration, занимающаяся коммерческой недвижимостью Beijing Urban Construction Group и строительная Beijing Municipal Construction. Доля каждой из организаций в созданной специальной проектной компании (СПК) составляла 25%, и они внесли в ее акционерный капитал по \$ 192,5 млн.

Линию протяженностью 41,4 км открыли осенью 2019 года совместно с открытием международного аэропорта Пекин Дасин (Beijing Daxing International Airport).

*Профильная платформа IJ Global относит к проектному финансированию и инвестиционные соглашения в добыче полезных ископаемых, угольной энергетике и нефтегазовой переработке (например, по проекту «Ямал-СПГ»).*

Следует отметить, что совокупный долг одной из компаний консорциума – CRC – на момент старта проекта, то есть в конце 2016 года, составлял 610,5 млрд юаней (\$ 92 млрд), а отношение долга к EBITDA достигало 16,93х. К концу 2019 года – за время реализации проекта – этот показатель даже незначительно снизился (до 16,41х). Причем в качестве члена консорциума или подрядчика компания в эти годы участвовала еще в двух десятках ГЧП-проектов.

Примеры использования проектного финансирования крупными компаниями есть и в России. В основном оно представлено концессионными и ГЧП-соглашениями в сфере инфраструктуры, но его разновидностью могут быть контракты жизненного цикла и офтейкерские соглашения.

Так, например, для строительства в Мурманской области угольного терминала «Лавна» стоимостью 24 млрд руб. была создана специальная проектная компания «Морской торговый порт «Лавна», среди конечных бенефициаров которой есть как добывающие («СДС-Уголь»), так и транспортные компании (РЖД и ГТЛК). Также в состав консорциума, согласно данным СПАРК, входят «Бизнесглобус» и Центр развития портовой инфраструктуры.

С одной стороны, расходы на создание порта не отражаются на балансе владельцев и позволяют им увеличивать свою долговую нагрузку для запуска других проектов (в том числе в рамках инвестиционных программ). Все финансовые риски при этом локализуются на СПК. С другой стороны, кредитные организации, принимая решение об условиях финансирования, всегда учитывают, кто является бенефициарами проекта.

По нашей оценке, объем уже заключенных концессионных соглашений с участием крупных компаний в портовой и железнодорожной инфраструктуре составляет около 300 млрд руб., а общий объем концессионного рынка – свыше 2 трлн руб. (на 1 мая 2020 года). Таким образом, реализация в подобном формате проектов из инвестиционных программ крупных компаний на 1–1,2 трлн руб. может способствовать росту объема концессионного рынка по меньшей мере в полтора раза.

## ОГОВОРКА

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

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

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

## ОБ INFRAONE

Инвестиционная компания InfraOne («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraOne представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

## ОБ INFRAONE RESEARCH

InfraOne Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraOne. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Материалы InfraOne Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

**Подписаться на аналитические отчеты InfraOne Research можно на сайте [infraone.ru](http://infraone.ru)**