

# Облигационное финансирование инфраструктурных проектов: взгляд рейтингового агентства

Дмитрий Гришанков  
Президент  
Рейтинговое Агентство RAEX (Эксперт РА)

06 мая 2016

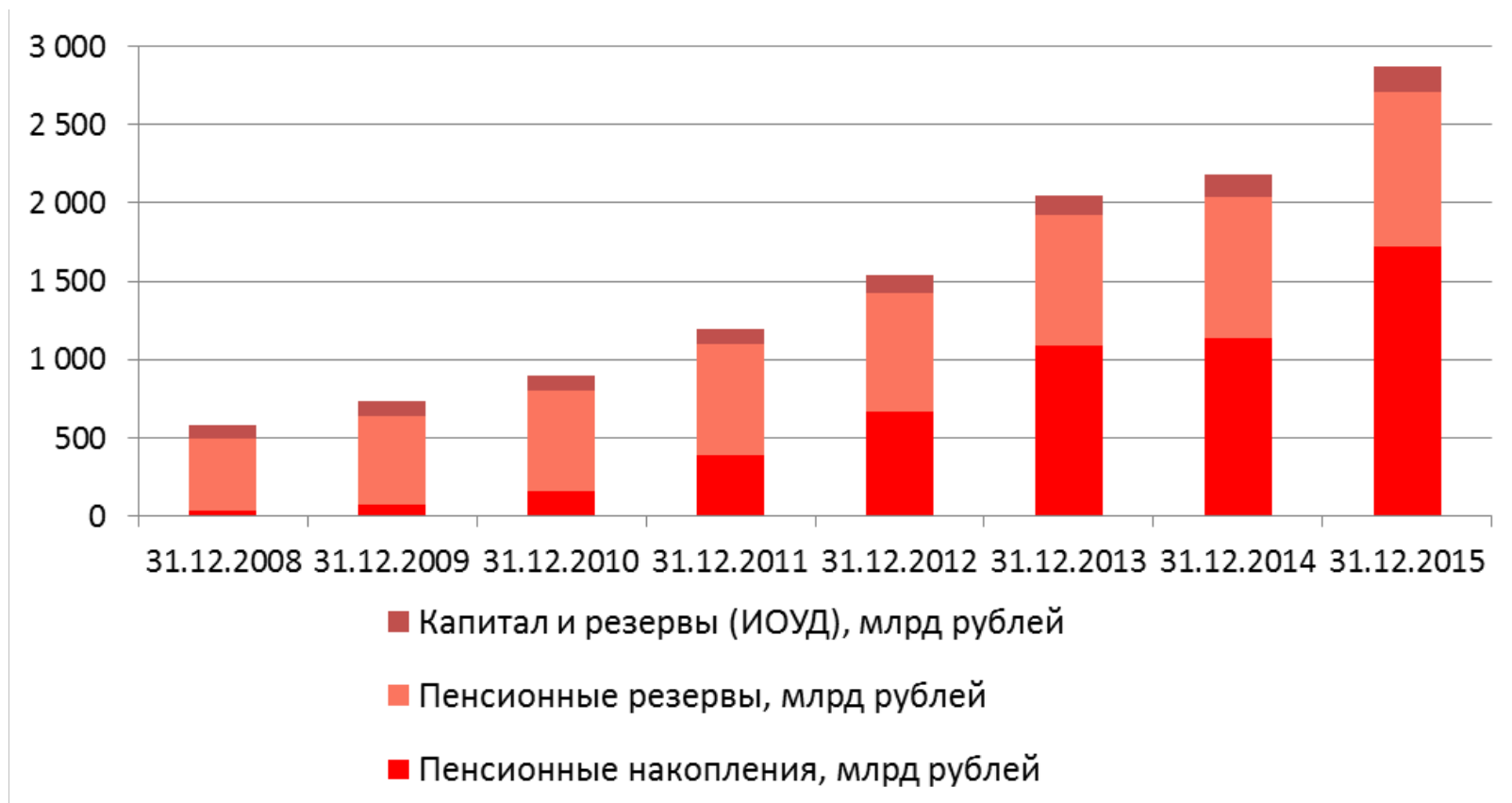
**НПФ – крупные внутренние инвесторы,  
объем активов которых равен  
3 трлн руб по состоянию на май 2016 г.**

**39% опрошенных агентством НПФ выбирают  
инфраструктурные проекты как наиболее  
привлекательное направление инвестиций**

**Проектные компании  
несут повышенные кредитные риски и требуют особого  
подхода в рейтинговом анализе**

**Жесткие рейтинговые требования по Положению 451-П  
фактически ограничивают инвестиции только проектами с  
участием государства или компаний с суверенным  
уровнем риска**

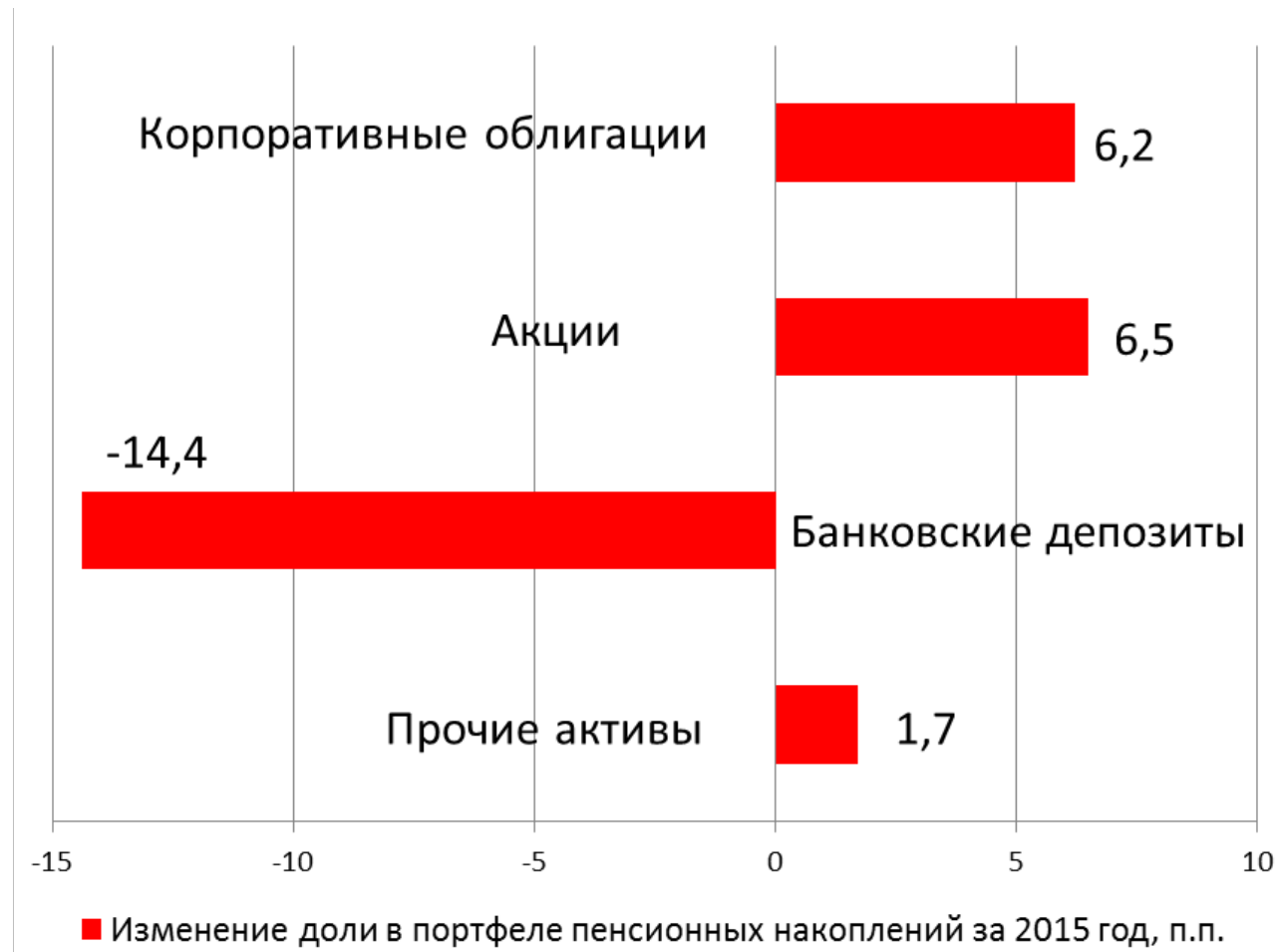
## Активы НПФ к 2015 г. составили 2,8 трлн руб



## Почти 60% пенсионных накоплений НПФ инвестированы в корпоративные облигации и акции



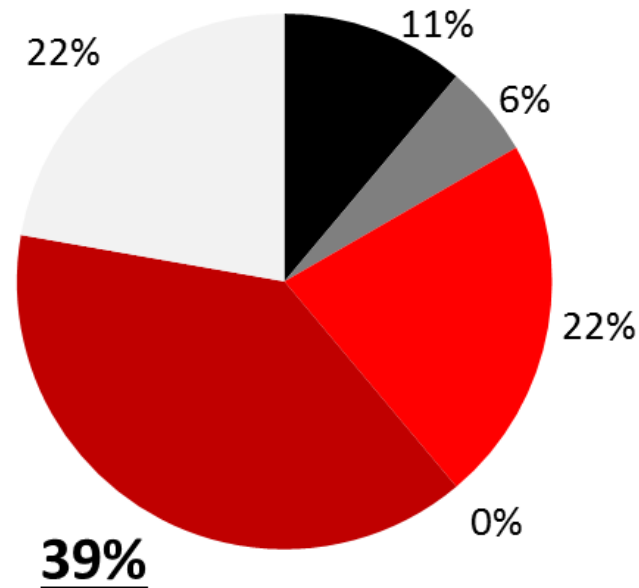
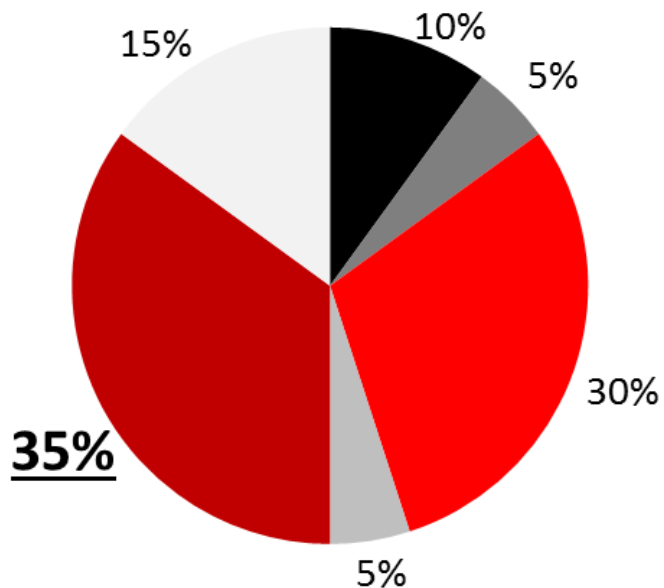
## Доля корпоративных облигаций и акций за 2015 год увеличилась на 13 п.п.



## Итоги опроса НПФ «Какой сегмент экономики самый привлекательный для инвестирования пенсионных накоплений?»

апрель 2015

апрель 2016

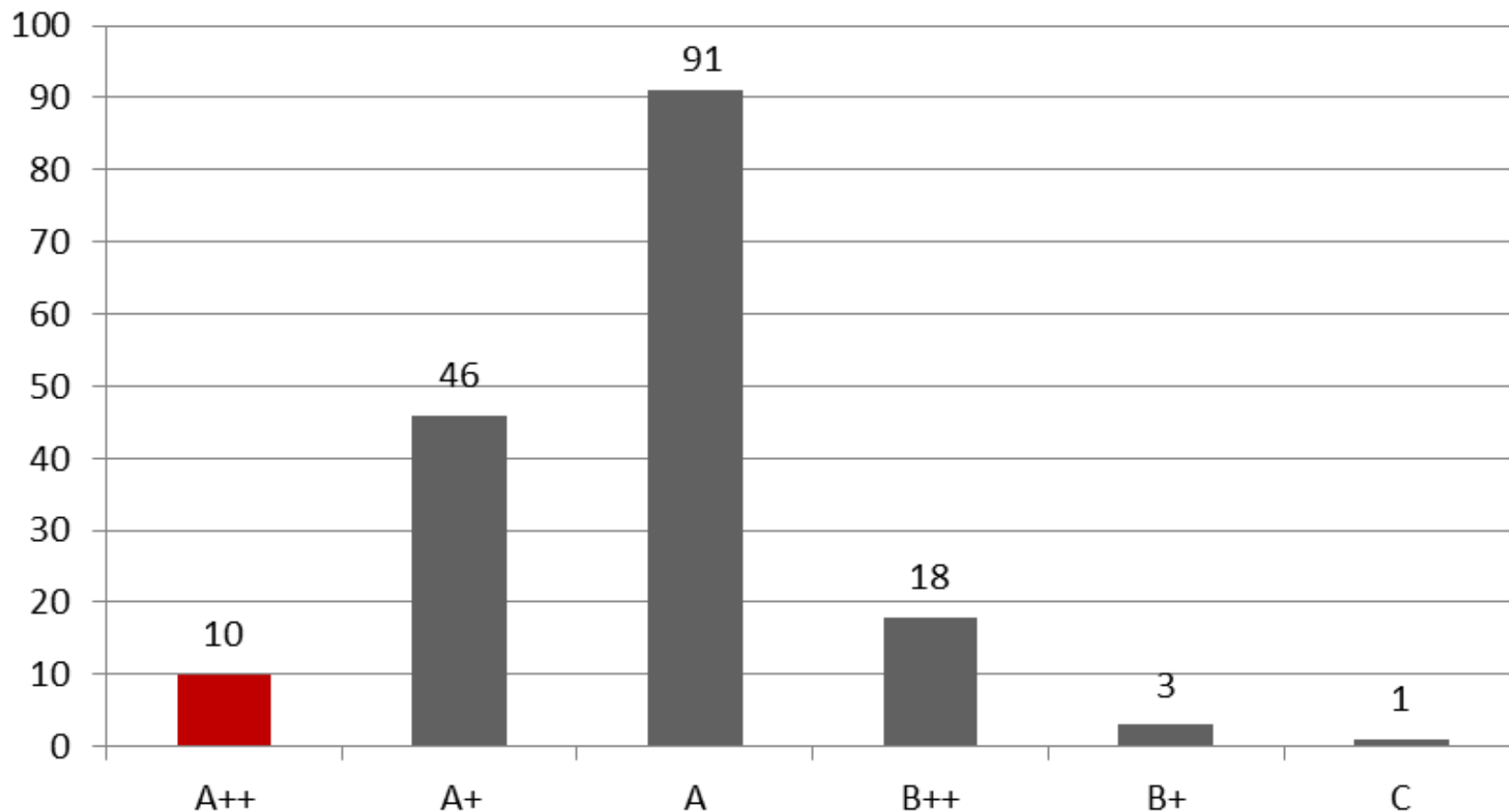


- Жилищное строительство
- Строительство коммерческой недвижимости
- Проектное финансирование реального сектора
- Венчурные инвестиции (в том числе в сфере нанотехнологий)
- Инфраструктурные инвестиции (дороги, ЖКХ, концессии)
- Иное

# Рейтинговые критерии для пенсионных накоплений НПФ



## Только 6% от рейтингов нефинансовых компаний RAEX имеют рейтинг A++





# Методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям

Рейтинг кредитоспособности нефинансовой компании представляет собой **мнение агентства** о способности компании своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.

Анализ бизнес-рисков (20%)	Анализ финансовых рисков (60%)	Анализ корпоративных рисков (20%)
<ul style="list-style-type: none"><li>•Уровень диверсификации бизнеса;</li><li>•Перспективы развития и тенденции ключевых рынков сбыта;</li><li>•Тенденции объема бизнеса компании;</li><li>•Инвестиции в основные средства;</li><li>•Характер взаимоотношений с контрагентами</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Ликвидность;</li><li>•Долговая нагрузка/Показатели денежного потока;</li><li>•Прибыль и рентабельность;</li><li>•Валютные риски</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Собственники;</li><li>•Существующая практика принятия решений;</li><li>•Эффективность взаимоотношений с ДЗО;</li><li>•Уровень раскрытия информации;</li><li>•Качество стратегического планирования бизнеса компании;</li><li>•Организация риск-менеджмента;</li><li>•Страховая защита</li></ul>

## Анализ финансовых рисков на основе скорректированных на качество активов и денежных потоков

- **Корректировка балансовой стоимости активов** на их качество и ликвидность для оценки показателей ликвидности и покрытия активами обязательств
- Приоритет **прогнозной ликвидности** (отношение источников ликвидности к направлениям их использования в ближайшие 12 месяцев)
- Приоритет отношений общей и текущей **долговой нагрузки к денежным потокам** (CFO, FFO, FCF) и EBITDA при оценке леввериджа
- Приоритет **операционной рентабельности**
- Оценка валютных рисков через **сопоставление чистой денежной позиции по валютам и капитала компании**

## Особенности анализа кредитных рисков проектных компаний

**Иной профиль рисков:** отсутствие текущих денежных потоков, вероятностный характер будущей выручки

### Особенности подхода:

- Оценка уровня детализации и адекватности заложенных предпосылок в **бизнес-плане и финансовой модели проекта**
- **Стадия проекта**
- **Юридические риски** (разрешения на строительство, проектная документация, риски инфраструктуры сделки, требование legal opinion)
- Качество организации **операционного управления** проектом
- **Опыт реализации аналогичных проектов**
- **Уровень законтрактованности** (гарантии сбыта)

### Особое внимание при оценке финансовых рисков:

- Соотношение **собственных и заемных средств**
- Наличие **льготного периода** по обслуживанию долга
- Оценка возможностей **внешней финансовой поддержки** со стороны собственника и/или государства

## Рейтинговая практика

- **Проекты в сфере строительства жилой или коммерческой недвижимости (около 30 компаний).** Высокие кредитные и рыночные риски. Преимущественно банковское заемное финансирование.
- **Проекты в сфере дорожного строительства.** Концессия. Гарантия выручки со стороны государства снижает проектные риски. ООО «Магистраль двух столиц».
- **Проекты по секьюритизации будущей выручки проектных компаний от контрагентов с суверенным уровнем рейтинга (около 10 проектов):** водоснабжение, здравоохранение, обновление ж/д состава).

## Снижение кредитных рисков проекта

### Методы кредитного усиления:

- Транширование
- Превышение входящих денежных потоков над расходами по обслуживанию долга
- Создание структурных продуктов с защитой капитала (депозит в банке с рейтингом не ниже ВВ+ как элемент гарантии сохранности тела долга)

**Ставят под сомнение экономическую целесообразность сделки как для НПФ, так и для проектной компании.**

# Привлечение пенсионных накоплений НПФ требует наличия в проекте участника с суверенным уровнем рейтинга



# Спасибо за внимание!

Дмитрий Гришанков  
Рейтинговое Агентство RAEX (Эксперт РА)  
[Grishankov@raexpert.ru](mailto:Grishankov@raexpert.ru)  
(495) 617-0-777