

ГК «АВТОДОР»: ПЕРЕДАЙТЕ ЗА ПРОЕЗД

ГК «Автодор» выполняет функции института развития государственно-частного партнерства в сфере строительства и эксплуатации скоростных дорог и придорожной инфраструктуры для пользователя.

Финансирование деятельности осуществляется преимущественно за счет бюджетных субсидий, а также путем привлечения внебюджетных заимствований в совокупности с механизмами ГЧП.

Мы оцениваем кредитное качество ГК «Автодор» как сильное, принимая во внимание хорошую ликвидность и высокую вероятность поддержки государства в случае необходимости.

Развитие дорожной сети России

Государственная компания «Российские автомобильные дороги» (далее ГК «Автодор» или Компания) – некоммерческая организация, которая была создана в 2009 г. Ее ключевой целью является создание каркаса скоростных автомобильных дорог и инфраструктуры в Российской Федерации с использованием механизмов ГЧП.

Государство – учредитель и единственный участник. На наш взгляд, вероятность господдержки, в случае возникновения необходимости, очень высока, учитывая вовлеченность государства в деятельность компании, а также важность развития дорожной инфраструктуры для экономики страны.

ГК «Автодор» имеет рейтинги «ruAA+» от Эксперт РА и «AA(RU)» – от АКРА. Из-за важной роли Компании в развитии транспортной системы России оба агентства отмечают высокую вероятность поддержки со стороны государства в случае развития событий по негативному сценарию. Эксперт РА подтвердило рейтинг компании 26 мая 2022 г., а АКРА – 20 мая 2022 г.

Автодор управляет переданными ему дорогами...

Для выполнения делегированных целей ГК «Автодор» строит и реконструирует федеральные автодороги и после ввода в эксплуатацию получает их от государства в доверительное управление. Протяженность скоростных автомобильных дорог, находящихся в доверительном управлении Автодора, на конец 1П22 оценивается в 4 043 км (2 084 км в 2010 г.), в том числе 1 809 км платных дорог (45% от общего объема в управлении). Платные участки дорог находятся на трассах М-1 «Беларусь», М-3 «Украина», М-4 «Дон», М-11 «Нева», ЦКАД и М-12 «Казань – Екатеринбург».

При этом ГК «Автодор», являясь оператором управления, отвечает за эксплуатацию дорог (в том числе за обслуживание и ремонт), за организацию движения автомобилей и сбор платы за проезд. И, как следствие, несет соответствующие расходы на содержание дорог, а также возврат привлеченных средств (облигаций и инвестиций).

...а также реконструирует их и строит новые

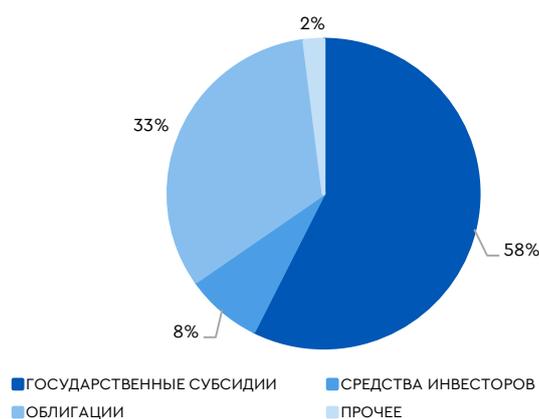
В рамках функционала по развитию дорожной сети ГК «Автодор» организует процесс строительства новых дорог, а также реконструкцию существующих. Строительство и финансирование проектов в основном реализуются через концессионные, долгосрочные инвестиционные (ДИС) и операторские соглашения, что позволяет помимо бюджетных субсидий привлекать средства частных инвесторов.

С 2010 по 2021 гг. было построено или реконструировано 1 785 км (111 км в 2021 г.). На момент подготовки отчета в стадии реализации находятся 18 инвестиционных проектов стоимостью по соглашениям около 1,0 трлн руб., в которые было привлечено 211,3 млрд руб. частных инвестиций через концессионные соглашения, операторские соглашения и ДИС.

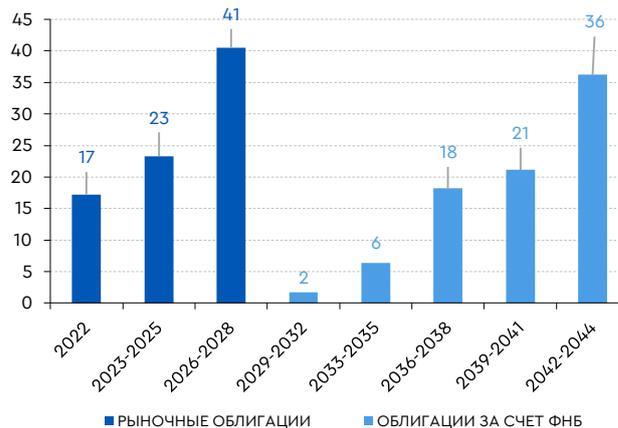
Основные текущие проекты – это строительство и реконструкция трасс М-4 «Дон», М-3 «Украина», М-11 «Нева», ЦКАД, М-12 «Москва – Казань» и «Казань – Екатеринбург».

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5 64 53
Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Диаграмма 1. Структура финансирования инфраструктурных проектов


Источник: Программа деятельности ГК в текущей редакции

Диаграмма 2. График погашений облигаций, млрд руб.


Источник: данные компании

Бюджетные источники финансирования преобладают

Принимая во внимание достаточно большой объем дорог в управлении, а также существенный портфель инвестиционных проектов, финансирование деятельности компании с самого начала работы производилось за счет средств бюджета. Постепенно компания стала использовать прочие источники финансирования, такие как ГЧП, а также прямые заимствования (облигации).

На дату написания отчета инвестиционные проекты были на 65% профинансированы субсидиями из федерального бюджета. Из государственных средств можно выделить следующие виды субсидий (размер определяется в федеральном бюджете на соответствующий год):

- на организацию строительства и реконструкцию, в том числе на выкуп земельных участков и т.д. (в 2021 г. выделено 284 млрд руб.),
- на компенсацию понесенных расходов по доверительному управлению (в 2021 г. выделено 74 млрд руб.),
- целевое финансирование на погашение привлеченного финансирования (85 и 29 млрд руб. в 2021 и 2020 гг. соответственно).

Кроме прямых поступлений от государства ГК «Автодор» привлекает внебюджетное финансирование, в основном это прямые заимствования в виде облигаций (33% в 2021 г.), в том числе выкупаемых государственным ФНБ. А также внешние инвестиции в виде концессионных, долгосрочных инвестиционных или операторских соглашений (8%). Возврат средств частных инвесторов по построенным дорогам происходит за счет взимания платы за проезд напрямую инвесторами или путем инвестиционных и эксплуатационных платежей от Автодора.

На фоне увеличения объема платных автодорог растут и собственные доходы от доверительного управления, в основном это взимаемая плата за проезд (+69% г/г до 40 млрд руб. в 2021 г.), за исключением тех средств, которые остаются в распоряжении соответствующих концессионеров. Компания может направлять их на финансирование деятельности по доверительному управлению (в том числе на погашение привлеченных средств), но не на финансирование собственной деятельности или строительства.

Достаточная ликвидность на текущий момент, зависимость от бюджетных поступлений на среднесрочном горизонте

Ввиду специфики модели бизнеса большая часть активов (95% в 1П22 от 944 млрд руб.) представлена как обязательствами федерального бюджета, так и выданными авансами, отражающими расходы на незавершенное строительство. На этом фоне качество активов выглядит, по нашему мнению, высоким, а риски неплатежей – минимальными.

Финансовый долг компании (236 млрд руб. по итогам 1П22) был полностью представлен облигациями. Риски ликвидности мы оцениваем как низкие, учитывая существенный запас денежных средств (39 млрд руб.), который примерно соответствовал объему погашений в 2022–2025 гг.

Принимая во внимание некоммерческий характер организации, компания генерирует достаточно небольшую EBITDA (0,6 млрд руб. в 1П22) относительно масштабов долга. На этом фоне, по нашему мнению, в среднесрочной перспективе кредитное качество Автодора будет в значительной степени определяться силой поддержки государства, в том числе объемом целевых субсидий на погашение привлеченного финансирования, и собственными доходами от деятельности по доверительному управлению.

Дополнительным фактором устойчивости кредитного профиля мы видим хороший доступ к рынкам капитала – в обращении находятся шесть рыночных выпусков на 81,6 млрд руб. по непогашенному номиналу.

Текущая ситуация и планы на 2022–2023 гг.

Компания отмечает позитивную динамику операционных результатов: по итогам мая 2022 г. общий сбор платы за проезд вырос на 38% г/г до 4,4 млрд руб. Летом началось строительство северного обхода Твери – участка трассы М-11, движение по ее первой очереди должно открыться до конца 2023 г. В начале сентября был введен в строй первый участок трассы М-12 «Москва – Казань», завершение строительства которой ожидается в 2024 г. и до конца 2023 года – открытие движения. Далее трассу планируется продлить до Екатеринбурга.

По данным менеджмента, в 2022–2024 гг. объем субсидий на компенсацию затрат по доверительному управлению и строительству будет постепенно снижаться – до 355 млрд руб., 123 млрд руб. и 102 млрд руб. соответственно. Это вызвано завершением цикла реализации национальных проектов до 2024 г. и привлечением внебюджетных средств в объемах, которые необходимы для завершения проектов на конечной стадии их реализации после использования средств субсидий из федерального бюджета. При этом из-за достаточно плавного роста доходов от платных дорог (ожидаемый CAGR около +15% в 2022–2024 гг.) в ближайшие годы внебюджетные источники, особенно облигации, будут играть все большую роль в финансировании деятельности компании. В 2022–2023 гг. компания ожидает некоторого замедления ввода в строй платных автодорог, однако к концу 2024 г., благодаря завершению крупных строек, общая длина платных автодорог должна превысить 3 000 км, что в перспективе снизит зависимость от бюджетных поступлений.

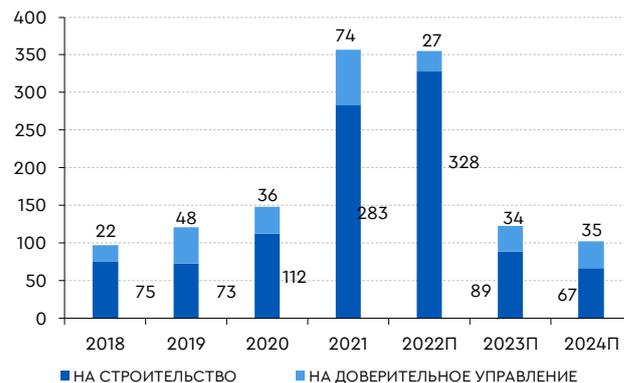
У компании достаточно объемный портфель потенциальных проектов, которые могут начаться в ближайшие 2–5 лет по мере завершения текущих проектов. Крупнейшим из них может стать Юго-западная хорда (Уфа – Краснодар) длиной порядка 2 000 км. Таким образом, компания продолжит наращивать объем и долю привлеченных заимствований для финансирования строительных работ.

Диаграмма 3. Динамика протяженности платных автодорог и доходов от сбора платы



Источник: данные компании

Диаграмма 4. Динамика выделяемых бюджетных субсидий, млрд руб.



Источник: данные компании

Автодор: финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

| | 2019 | 2020 | 2021 | Г/Г | 1П21 | 1П22 | Г/Г |
|-----------------------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-----|
| Выручка | 1,4 | 2,2 | 2,4 | 9% | 0,7 | 0,8 | 1% |
| Скорр. EBITDA | 0,4 | 0,6 | 2,1 | 270% | -1,1 | 0,6 | - |
| Активы | 531,2 | 558,0 | 786,2 | 41% | 571,1 | 944,0 | - |
| Капитал | -0,3 | -0,4 | -0,1 | - | -0,1 | -0,1 | - |
| Чистый долг | 148,6 | 196,5 | 174,5 | -11% | 188,7 | 196,8 | - |
| Операционный денежный поток | -65,0 | -53,2 | -40,5 | - | -53,2 | -9,7 | - |
| Капзатраты | -0,3 | -0,1 | 0,4 | - | -0,1 | 0,0 | - |
| СДП | -65,3 | -53,3 | -40,1 | - | -53,3 | -9,7 | - |
| EBITDA рентабельность | 29% | 25% | 85% | - | -145% | 76% | - |

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2022. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1833)] или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.