Космические компании и международные рынки облигаций: трудности стыковки

Максим ЗЕНКОВ,
аналитик отдела международных долговых рынков, Cbonds

В одной из песен американской поп-рок-группы One Republic звучит максима: «No more countin' dollars, we'll be countin' stars». Конечно, инвесторы облигационного рынка не могут позволить себе ограничиться только одним из упомянутых занятий, но всё же: на какие инструменты стоит взглянуть тем, кого тянет к далеким звездам? Изучаем облигации негосударственных компаний космического сектора на международных рынках.

После американской высадки на Луну в 1969 г. накал «космической гонки» пошел на спад

ТРАЕКТОРИЯ ОТРАСЛИ

Со времени зарождения в середине XX века космическая отрасль пережила несколько трансформаций. Уолтер Питерс из Международного космического университета в Страсбурге выделяет три ключевых этапа: государственно-центрическую фазу (1945–1970), фазу коммерческого космоса (1970 — н. в.) и фазу «новой космической экономики» (2000 — н. в.)[1].

После американской высадки на Луну в 1969 г. накал «космической гонки» пошел на спад. Свободные мощности и наработанные технологии позволили новым игрокам телекоммуникационного сектора (Intelsat, SES Astra, Inmarsat) вывести свои спутники на орбиту. Ответом на снижение государственного финансирования стала консолидация аэрокосмического сектора в Европе и США: так, Boeing поглотил целый ряд более мелких компаний, а концерн Lockheed-Martin был сформирован из компаний Lockheed, GD Aircraft, Martin-Marietta и позднее Loral. Крупные масштабы операций и наличие быстро растущих источников дохода в сфере телекоммуникаций обеспечили игрокам «коммерческого космоса» возможность стабильного финансирования за счет выпуска долга или получения подпитки от головных компаний.

На пороге нового века, в 1999 г., в США доля частного сектора впервые превысила долю государственного в объеме полезной нагрузки запусков. Веха фиксировала не только количественное изменение, но и подготавливала качественный скачок:

[1] Peeters W. Evolution of the Space Economy: Government Space to Commercial Space and New Space / W. Peeters // Astropolitics. — 2021. — Т. 19, № 3. — P. 206–222. — DOI: 10.1080/14777622.2021.1984001.

Таблица 1
Базовая прибыль на акцию (EPS), выборка публичных космических компаний США (NASDAQ, NYSE)

Источник: Cbonds

Компания	Год основания	2020	2021	2022	2023	2024
AST SpaceMobile	2017	-0.47	-0.37	-0.58	-1.07	-1.94
Astra Space	2005	-0.30	-0.99	-39.49	-9.28	Делистинг
BlackSky Technology	2013	-4.27	-26.94	-5.04	-3.18	-2.67
Iridium Communications	2001	-0.42	-0.07	0.07	0.12	0.95
Planet Labs	2010	-2.95	-0.52	-0.61	-0.50	-0.42
Redwire	2020	-0.26	-0.98	-2.03	-0.73	-2.35
Rocket Lab USA	2006	-0.12	-0.26	-0.29	-0.38	-0.38
Satellogic	2010	-2.26	-5.78	-0.44	-0.68	-1.28
Sidus Space	2012	-15.43	-33.56	-74.80	-23.44	-3.59
Spire Global	2012	-0.11	-4.90	-5.66	<0.01	<0.01
Terran Orbital	2013	-0.08	-1.03	-1.28	-0.89	Делистинг
Virgin Galactic Holdings	2004	-24.92	-28.50	-37.80	-29.80	-13.89

появление многочисленных высокоспециализированных космических компаний. Сейчас они не просто развивают выработанные государственными агентствами технологии, но находятся на переднем краю прикладной науки, в комплексе формируя «новую космическую экономику».

Их деятельность разнообразна: от запусков многоразовых ракет-носителей (SpaceX, Rocket Lab) и созвездий малых спутников (SpaceX, Project Kuiper, AST SpaceMobile, Iridium Communications) до систем наблюдения за Землей (Planet Labs, BlackSky Technology), технологий разведки и добычи полезных ископаемых в космосе (iSpace, TransAstra), а также космического туризма (Blue Origin, Virgin Orbit). География охватывает не только США, Европу и Японию, но и крайне сильные отрасли, сформировавшиеся, например, в Китае и Индии. В то же время важно отметить, что компании «новой космической экономики» вовлечены в более рискованную с финансовой точки зрения деятельность и часто не обладают «подушкой безопасности», типичной для компаний предыдущей фазы.

ИДЕИ БЫСТРЕЕ ДЕНЕГ

Далее в статье речь будет идти о финансировании деятельности лишь негосударственных компаний, которые удовлетворяют двум условиям: во-первых, рассматривают космическое пространство в качестве главной сферы своего бизнеса, во-вторых, не являются частью крупных оборонных или аэрокосмических холдингов (Boeing, Lockheed Martin, Airbus и др.).

Второе ограничение введено, так как в подобных холдингах донором финансирования является материнская компания, она же осуществляет и привлечение средств на долговом рынке. Подобные космические компании не поддаются изолированному рассмотрению наравне с коллегами по отрасли. Также за пределами анализа оставим государственные космические агентства, поскольку их деятельность традиционно финансируется посредством бюджетных ассигнований. В этом смысле Роскосмос с его планами выпуска облигаций может стать первопроходцем среди госагентств.

Можно сформулировать ряд типичных черт космических компаний с точки зрения привлечения финансирования:

- высокая капиталоемкость;
- высокая неопределенность результатов технологических усовершенствований, значительные финансовые и репутационные издержки аварий;
- отсутствие предсказуемого финансового потока и прибыли вплоть до этапа зрелости (см. косвенный показатель в Таблице 1), часто 7–10 лет — длительный срок даже для венчурного финансирования;
- ограниченное поле текущих возможностей коммерциализации космоса.

Последнее объясняется тем, что время промышленного использования некоторых технологий еще не пришло (например, добычи полезных ископаемых из астероидов), а за уже доступные плоды разворачивается интенсивная конкуренция. Так, по состоянию на 2024 г. 411 компаний объявили о планах запуска созвездий малых спутников, 19 % из них находилось на стадии запуска или уже прошло ее, а 29 % обанкротилось, отменило проекты или пребывало в неизвестном статусе[1].

Такая специфика не благоприятствует выбору в пользу эмиссии облигаций. Преобладающие формы финансирования космических компаний — венчурный капитал, вложения инвестиционных ангелов и собственных средств владельцев компаний, а также гранты и госконтракты.

Анастасия Медведева, эксперт по космическому предпринимательству в Европейском институте инноваций и устойчивого развития, обращает внимание на разницу между стратегиями финансирования на различных стадиях развития космических компаний: «Стартапы в космосе ориентированы на подтверждение концепции и привлечение первых клиентов, что обеспечивает доступ к венчурным инвестициям и грантам», тогда как «зрелые компании получают возможность привлекать долгосрочные кредиты и фонды, которые требуют стабильной выручки и технологической доказанности». Она добавляет, что путь компании Rocket Lab — классический случай.

Распределение финансирования в отрасли показано на Рисунке 1. Отметим: методология Space Capital, рассчитавшего данные показатели, не исключает из анализа компании, имеющие поддержку более крупной и многопрофильной материнской компании. Также важно, что в категорию «Другое» попадают в том числе собственные вложения владельцев компаний, в частности, миллиардеров Илона Маска (SpaceX), Джефа Безоса (Blue Origin, Project Kuiper) и Ричарда Брэнсона (Virgin Group).

Поскольку космические компании обладают высоким потенциалом роста стоимости, фактическая цена решения об акционерном финансировании может кратно возрасти с течением времени. На фоне общего увеличения популярности небанковского кредитования (private credit) этот инструмент распространяется и в рассматриваемой отрасли. Например, Trinity Capital планирует расширить опции залога для займов, чтобы в качестве обеспечения могло выступать не только производственное оборудование, но также находящиеся на орбите

[1] Kulu E. Satellite Constellations — 2024 Survey, Trends and Economic Sustainability / E. Kulu // 75th International Astronautical Congress (IAC 2024). — Milan, Italy, 14–18 October 2024. P. 5.

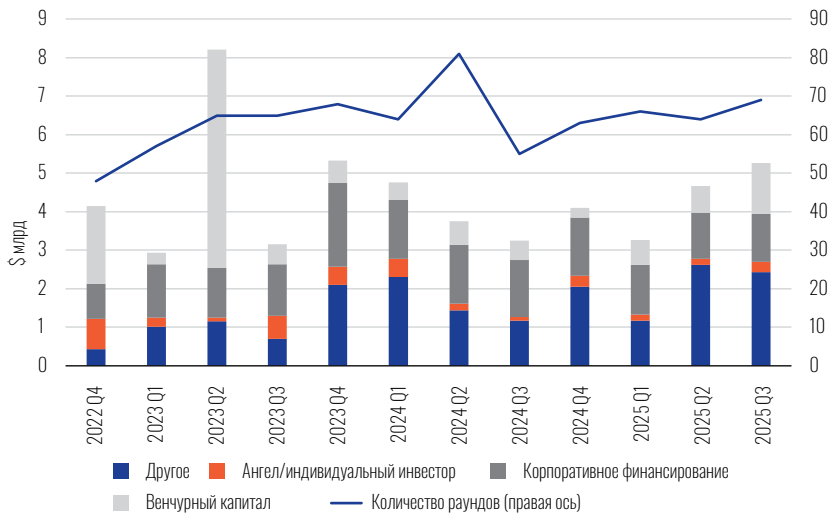

Рисунок 1
Источники финансирования космических компаний (в узком определении*)

Источник: Q3 2025 Space IQ

* Составители отчета Space IQ относят к узкому или «инфраструктурному» определению космических компаний «аппаратное и программное обеспечение для создания, запуска и эксплуатации космических объектов, таких как ракеты, спутники, двигательные установки, роботизированные системы, лунные посадочные модули и многое другое», в т. ч. сами ракеты, спутники и т. п.

спутники[1]. Также используются различные форматы венчурного долгового финансирования: космическая компания Redwire в рамках проведения поглощения предоставила контрагенту необеспеченную долговую расписку на 100 млн долл. США со ставкой 15–18% и возможностью погашения как в денежной форме, так и акциями[2].

ОБЛИГАЦИИ: «ПУТЯМИ НЕИЗБИТЫМИ»

По данным Cbonds, в обращении находится всего 24 облигации компаний космического сектора с учетом озвученных в статье критериев их отбора. Структурно они хорошо сегментированы на облигации крупных и устоявшихся спутниковых компаний (Eutelsat, ViaSat, SES) и эмиссии игроков «новой космической экономики» (AST SpaceMobile, BlackSky Technology, Planet Labs, Rocket Lab USA) — 17 и 7 выпусков соответственно.

Для первой группы характерна традиционная структура долга с преобладанием ранга Senior Unsecured и либо фиксированным купоном, либо, для бумаг со сроком обращения более 10 лет, купоном fix-to-float. При этом на фоне нарастающей конкуренции с новыми производителями спутников, прежде всего, SpaceX, старые лидеры отрасли сталкиваются с возрастающей стоимостью заимствований.

Так, Eutelsat в 2020 г. разместил облигации с доходностью при размещении на уровне 1.55%, а в 2024 г. — 9.75%, между двумя выпусками рейтинг компании был снижен с BBB– до B. Для SES (Luxembourg) разница менее значительна, но между 2025 и 2020 гг. составляет 2.8% для бумаг с совпадающим сроком обращения, только часть этого разрыва (2.15%) можно объяснить динамикой ставки рефинансирования ЕЦБ. Рейтинг был снижен на одну ступень. В этом же сегменте зафиксированы единственные случаи дефолта по облигациям космических компаний: в 2020 г. его объявил крупнейший на тот момент спутниковый оператор Intelsat.

Проблемы старых лидеров, выражающиеся в снижении кредитных рейтингов и росте стоимости заимствований, открывают окно возможностей для новых игроков. Эмиссии в сегменте «новой космической экономики», которые практически отсутствовали ранее, за первые три квартала 2025 г. превысили половину общего объема в секторе (Рисунок 2). Тем не менее для космических облигаций в целом пока можно говорить лишь о восстановлении после спада 2023 г.

Все 7 активных облигаций эмитентов «новой космической экономики» представляют собой конвертируемые

[1] Подробнее: https://payloadspace.com/space-manufacturers-fuel-capex-with-private-credit.

[2] Подробнее: https://ir.redwirespace.com/news-events/press-releases/detail/177/redwire-announces-amendment-to-the-agreement-and-plan-of.

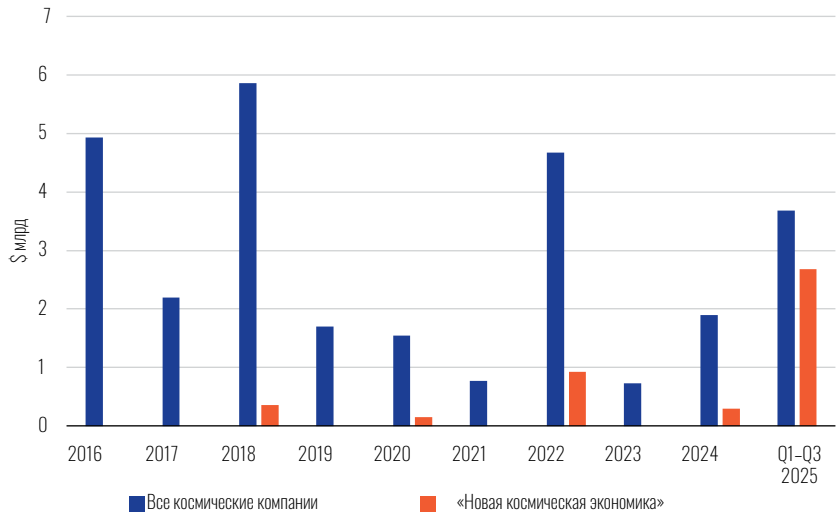

Рисунок 2
Динамика размещений облигаций космических компаний

Источник: Cbonds

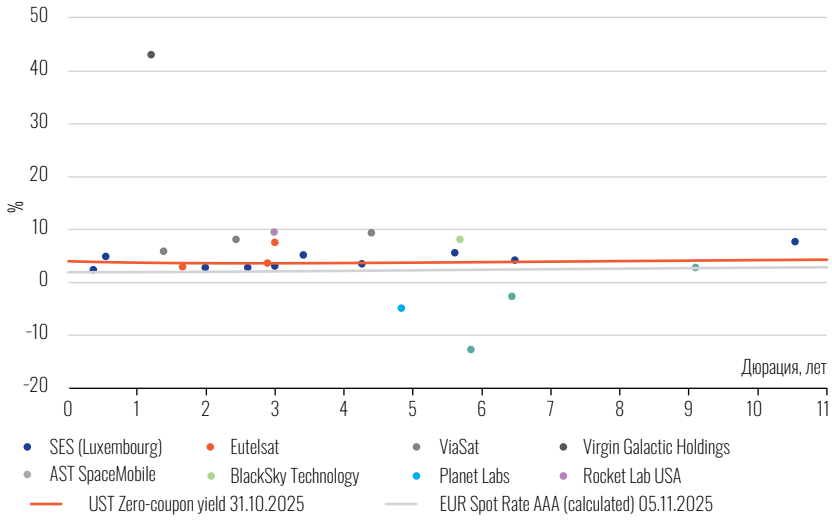

Рисунок 3
Карта рынка облигаций космических компаний

Источник: Cbonds, данные на 06.11.2025

инструменты. Ранее фиксировались попытки выпустить и чисто долговые: например, Maxar Technologies в 2019 и 2022 гг. разместила 8-летние и 5-летние облигации с залоговым обеспечением. Доходность при размещении составила 9.49 и 9.78% соответственно; сейчас обе облигации досрочно погашены. В текущих реалиях высоких ставок условия привлечения долга едва ли приемлемы для компаний, не имеющих устойчивых денежных потоков.

На Рисунке 3 заметно, что бумаги AST SpaceMobile и Planet Labs в зоне дюрации от 4.5 до 7 лет торгуются с отрицательной доходностью, что отражает оптимизм инвесторов в отношении динамики их акций (на 4 ноября акции AST SpaceMobile за год подорожали втрое, а Planet Labs — в 6 раз). Высшая точка доходности на графике — облигации Virgin Galactic Holdings, компании миллиардера Ричарда Брэнсона в сфере космического туризма, разочаровавшей инвесторов и ставшей одной из причин охлаждения интереса инвесторов к сектору в 2023 г.

Классическим элементом в таких конвертируемых выпусках является Softcall с началом действия через три года после размещения: эмитент получает возможность досрочной конвертации бумаг при превышении порога цены акции в 130% от первоначальной. Тем самым ограничивается выигрыш инвестора, если ожидается дальнейший рост стоимости акций космической компании. При этом для выпусков в отрасли часто характерно наличие привлекательного по меркам конвертируемых инструментов купона (см. Таблицу 2).

НОВАЯ НАДЕЖДА ДЛЯ КОСМИЧЕСКИХ ОБЛИГАЦИЙ?

Как будет меняться роль рынка облигаций в финансировании отрасли? Анастасия Медведева подчеркивает, что ключевым фактором дальнейшего укоренения облигационного финансирования является появление долгосрочных контрактов с фиксированными платежами по мере развития индустрии, для этого сегменту пусковых услуг и орбитальных сервисов придется доказывать свою «стабильность и рыночную зрелость».

После 2023 г., ознаменованного неудачами нескольких многообещающих проектов и крахом Silicon Valley Bank, инвесторы подходят к отрасли более скептично и избирательно. Майкл Миллинг, генеральный партнер в Starbridge Venture Capital, обобщил изменение атмосферы: «В прошлом было много инвесторов, которые на самом деле не понимали основ бизнеса космического сектора и хотели вложить деньги в компанию только из-за ажиотажа вокруг нее. Теперь это больше не сработает. Если у вас нет больших финансовых ресурсов, вам нужно действительно сосредоточиться на бизнес-модели»[1]. Более острое восприятие рисков будет сдерживать и расширение использования облигаций космическими компаниями.

И всё же представляется, что две не связанные напрямую тенденции будут играть благоприятствующую роль в этом вопросе. Первая — рост финансирования космоса правительствами в оборонных целях. Проект противоракетной обороны «Золотой купол» уже стал важным драйвером коммерческой привлекательности спутниковых операторов в США).

Вторая — стремление государств напрямую или через космические агентства улучшить условия финансирования экосистемы частных космических компаний путем предоставления различных льгот и гарантий, но без наращивания прямых ассигнований. Примером такого подхода стало принятие в США летом 2025 года нормативного режима, позволяющего использовать средства, привлеченные через освобожденные от налогов муниципальные облигации, для финансирования инфраструктурных проектов, связанных с развитием космической отрасли — например, строительства наземных станций связи, центров обработки данных и испытательных полигонов.

[1] Подробнее: https://interactive.satellitetoday.com/via/march-2024/after-a-year-of-bust-will-space-investment-rebound-in-2024.

Название эмиссии	Дата размещения	Объем размещения, млн $
AST SpaceMobile, 4.25% 1mar2032, USD (Conv.)	22.01.2025	460
SES (Luxembourg), 4.125% 24jun2030, EUR	17.06.2025	575.9725
SES (Luxembourg), 4.875% 24jun2033, EUR	17.06.2025	575.9725
BlackSky Technology, 8.25% 1aug2033, USD (Conv.)	18.07.2025	185
AST SpaceMobile, 2.375% 15oct2032, USD (Conv.)	25.07.2025	575
Planet Labs, 0.5% 15oct2030, USD (Conv.)	10.09.2025	460
AST SpaceMobile, 2% 15jan2036, USD (Conv.)	22.10.2025	1000

Таблица 2
Размещения облигаций космических компаний в 2025 году

Источник: Cbonds