

Еврооблигации Pampa Energia-29

Новый выпуск аргентинского заёмщика

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Аргентинская Pampa Energia выпустила на этой неделе новые 10-летние USD-облигации на \$300 млн. с колл опционом через 5 лет. Рейтинговые агентства присвоили выпуску рейтинги, сопоставимые с суверенным долгом Аргентины (B2/B/B), несмотря на невысокую долговую нагрузку компании и ожидания положительного денежного потока вплоть до 2022 г. Полученные средства Pampa направит на рефинансирование текущих обязательств и капитальные затраты. Наличие бумаги в портфеле обеспечит высокий поток купонных платежей в USD.

| | |
|---------------------|---------------|
| Эмитент | Pampa Energia |
| ISIN | USP7464EAB22 |
| Доход к погашению | 9,125% |
| Купон | 9,125% |
| Погашение | 15.04.2029 |
| Валюта | USD |
| Композитный рейтинг | B |
| Мин. лот | \$150'000 |
| Квал. инвестор | Да |

Pampa Energia – крупнейшая независимая интегрированная энергетическая компания Аргентины, работающая в четырёх бизнес-сегментах. **В генерирующем сегменте** контролирует 12% всех доступных генерирующих мощностей в стране. **В сегменте распределения** Pampa владеет 26% акций **Transener**, ведущей аргентинской компании по передаче электроэнергии сверхвысокого напряжения (85% рынка), и контрольным пакетом акций **Edenor**, крупнейшего дистрибьютера электроэнергии в Аргентине, имеющим около 3 млн. клиентов и концессионную зону, охватывающую северную и северо-западную часть Буэнос-Айреса (20% рынка страны). **В сегменте нефтегазовой промышленности** Pampa является одним из ведущих нефтяных и газовых производителей (6% рынка страны). Владеет 25% TGS, лидирующей компании в транспортировке СПГ, поставляющей 60% всего потребляемого газа. **В сегменте нефтехимии** владеет тремя перерабатывающими заводами, производящими широкий спектр продуктов.

Выручка Pampa (на 1 кв 2019 г., LTM) составила \$3'479 млн., скорректированная EBITDA \$963 млн., чистый долг \$1'481 млн., рыночная капитализация \$1'894 млн. Ликвидность компании находится на хороших уровнях и существенно улучшилась после последнего размещения еврооблигаций на \$300 млн. С учетом наличным денежным средствам в размере \$546 млн, текущей ликвидности достаточно на обслуживание долга вплоть до 2022 г. (вкл.). Валютный риск для Pampa невысокий, поскольку 80% EBITDA компании привязано к индексируемым в долларах США ценам, в то время как ~95% долга Pampa выражено в долларах США. За последние 1,5 г. Pampa смогла успешно снизить свою долговую нагрузку на \$1,3 млрд. благодаря операционным денежным потокам, а также продажи непрофильных активов более чем на \$500 млн. Fitch ожидает дальнейшего снижения долговой нагрузки до 1,4x в 2020 г.

Анализ

79,5% акций находится в свободном обращении, что играет на руку компании, поскольку ограничивает возможности вывода средств основными акционерами.

Капитальные затраты компании прежде всего сосредоточены на проектах в области природного газа, где расширение мощностей должно привести к значительному росту операций компании в 2019-20 гг.

Рейтинг Pampa ограничен страновым потолком госдолга Аргентины в связи с высокой зависимостью от волатильной и высоко регулируемой среды в энергетической и газовой отрасли страны. Основной контрагент в генерирующем сегменте (обеспечивающем около 40% EBITDA) — регулятор оптового рынка электроэнергии CAMMESA. Хотя платежи CAMMESA за последние 24 мес. были своевременными и последовательными, исторические платежи носят волатильный характер, учитывая, что агентство частично зависит от средств правительства Аргентины. Тем не менее, компания обладает хорошим запасом ликвидности в случае неблагоприятного сценария.

В октябре 2019 г. должны состояться президентские выборы. В случае поражения действующего президента Маурисио Макри, основной претендент на президентское кресло - Кристина Фернандес де Киршнер может отменить объявленное правительство в начале 2019 г. повышение цен на электроэнергию и газ в среднем на 55%, что может негативно отразиться на операционных результатах Pampa.

Облигации Pampa торгуются с премией к компаниям с аналогичными рейтингами (B) в связи с несколько худшими кредитными метриками – покрытие процентных расходов составляет 7,4x (13-17x у аналогов), отношение чистого долга EBITDA 1,5x (~0,5x у аналогов).

Компания имеет значительные доказанные запасы, равные 130 млн баррелей нефтяного эквивалента, что обеспечивает компанию ресурсами на 8 лет. Согласно оценкам Fitch, в случае банкротства компании, старшие необеспеченные облигации будут полностью погашены, исходя из типичной оценки недавних реорганизаций в нефтегазовой отрасли (при которой баррель оценивается в \$10).

Риски

Все операции Pampa сосредоточены в Аргентине, где присутствуют риски, связанные с возможными наложениями ограничений на корпорации частного сектора, что может помешать компании обслуживать свои долларовые обязательства.

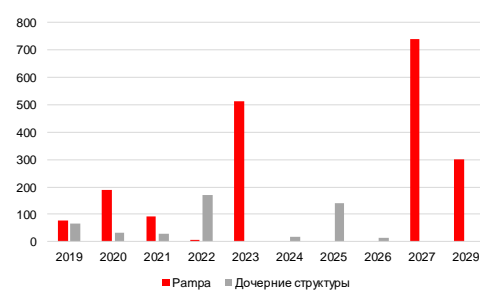
На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

Разбивка деятельности по их вкладу в консолидированную скорр. EBITDA, %



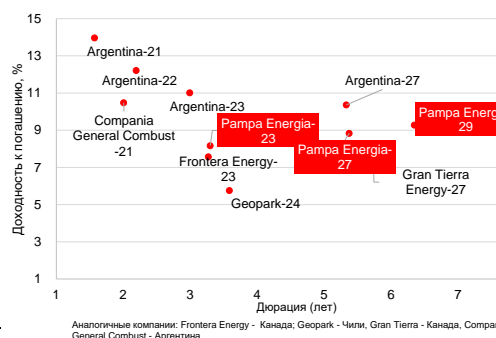
Источники: Отчетность компании за 1 кв. 2019 г.

График погашения обязательств, млн. USD



Источники: Отчетность компании за 1 кв. 2019 г.

Карта доходностей бумаг Pampa в сравнении с аналогичными глобальными компаниями



Аналогичные компании: Frontiera Energy - Канада; Geopark - Чили; Gran Tierra - Канада; Compania General Combust - Аргентина

Источники: Bloomberg

Альфа-Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник управления Константин Шапшаров
+7 (495) 228-8828 kshapsharov@alfabank.ru

| | | | |
|---|---|---------------------------------|---|
| Аналитический отдел | +7 (495) 795-3676 | Потребительский | |
| Начальник отдела | | Евгений Кипнис | ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713 |
| Борис Красноженов | bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | Олеся Воробьева | oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075 |
| Макроэкономика | | Финансы | |
| Наталья Орлова, Ph.D. | norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677 | Евгений Кипнис | ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713 |
| Стратегия | | TMT, Сельское хоз-во | |
| Джон Волш | jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238) | Анна Курбатова | akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740 |
| Металлы и горная добыча | | Олеся Воробьева | |
| Борис Красноженов | bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | | oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075 |
| Юля Толстых | yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681) | Перевод | |
| Нефть и газ | | Анна Мартынова | amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676 |
| Антон Коряцко | akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612 | Спец. по данным/Аналитик | |
| Торговые операции и продажи (Москва) | +7 (495) 223-5500 | Денис Дорофеев | didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086) |
| Международные продажи | | Альфа Директ | +7 (495) 795-3680 |
| Александр Зоров | azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621 | Директор | |
| Светлана Голодинкина | sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416 | Сергей Рыбаков | srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 |
| Артем Белобров | abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414 | Аналитический отдел | |
| РЕПО | | Гельды Союнов | gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673 |
| Вячеслав Савицкий | vsavitskiy@alfabank.ru | Алан Казиев | akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568) |
| Олег Морозов | omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101 | Елизавета Наумова | enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806) |
| | | Продажи | |
| | | Ирина Фадеева | ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328) |
| | | Валерий Кремнев | vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009 |
| | | Ольга Бабина | obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092) |

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российских ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.