

### 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.

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



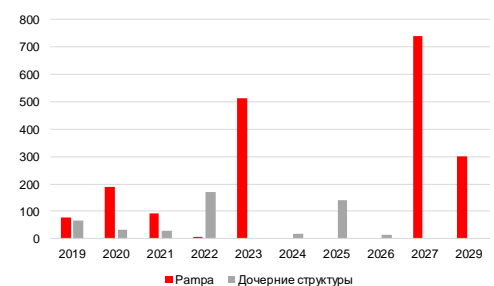
Выручка Pampa (на 1 кв 2019 г., LTM) составила \$3'479 млн., скорректированная EBITDA \$963 млн., чистый долг \$1'481 млн., рыночная капитализация \$1'894 млн. Ликвидность компании находится на хороших уровнях и существенно улучшилась после последнего размещения еврооблигаций на \$300 млн. С учетом наличным денежным средствам в размере \$546 млн, текущей ликвидности достаточно на обслуживание долга вплоть до 2022 г. (вкл.). Долг Pampa, на 94% выраженный в USD, органически хеджируется доходами, на 90% выраженных также в долларах. 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.

Источники: Отчетность компании за 1 кв. 2019 г.

**Анализ**

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

**График погашения обязательств, млн. USD**

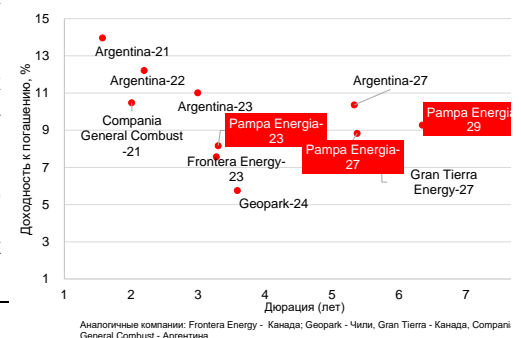


Капитальные затраты компании прежде всего сосредоточены на проектах в области природного газа, где расширение мощностей должно привести к значительному росту операций компании в 2019-20 гг.

Источники: Отчетность компании за 1 кв. 2019 г.

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, исторически 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.

**Карта доходностей бумаг Pampa в сравнении с аналогичными глобальными компаниями**



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 правительством 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).

Источники: Bloomberg

**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.

### Альфа-Банк

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

**Начальник управления** Константин Шапшаров  
+7 (495) 228-8828 [kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

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