

Еврооблигации Тесpetrol-22

Наивысший рейтинг после «раздачи»

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

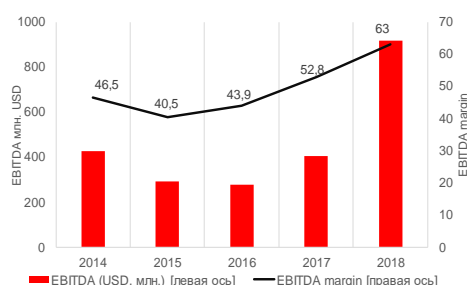
Тема

Аргентинский политический кризис ударил по всей кривой доходности облигаций аргентинских корпораций. Сравнительно небольшой нефтегазовой компании Тесpetrol (<Pampa, <YPF), более 60% доходов которой генерится за пределами Аргентины, был присвоен наивысший кредитный рейтинг среди 9 компаний, попавших под снижение рейтингов Moody's 3 сентября 2019 г. «За спиной» Тесpetrol стоит промышленный конгломерат Techint, льготные условия цен, а также географическая диверсификация.

Эмитент	Тесpetrol
ISIN	USP90187AE86
Доходн. к погашению	9,43%
Купон ³	4,875%
Погашение	12.12.2022
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB-
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$1'000
Квал. инвестор	Да

Тесpetrol S.A (Тес) - частная компания в Аргентине, занимающейся разведкой и добычей природного газа и нефти. Входит в Techint (The Techint group) - итальянско-аргентинский промышленный конгломерат, являющийся основным инвестором в Tenaris (рын.кап.: \$12 млрд.), Ternium (рын.кап.: \$3,5 млрд.), Techint E&C, Tenova и Humanitas. Выручка Techint в 2017 г. составила \$18,5 млрд. Совокупные активы - \$35,0 млрд. По оценкам Fitch, Techint имеет очень консервативную структуру капитала с сильными денежными потоками. В связи с «неявной сильной поддержкой со стороны материнской компании» рейтинговое агентство Fitch в ноябре 2018 г. присвоило Тесpetrol рейтинг на 1 ступень выше соответствующему ему BB рейтинг.

Операционная маржинальность EBITDA, млн. USD



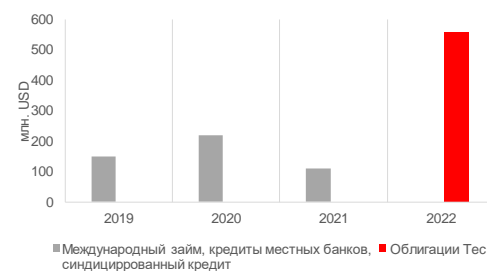
Тесpetrol осуществляет **разведку и добычу нефти и газа** в шести странах Латинской Америки (Аргентина, Перу, Эквадор, Мексика, Колумбия и Боливия). Помимо этого, занимается **транспортировкой и распределением газа в Аргентине и Мексике**, а также **производством электроэнергии в Мексике**. Нефте- и газодобыча Тес распределена следующим образом – Аргентина (69%), Перу (19%), Эквадор (8%), Боливия (3%). Около 60% доходов от нефтедобычи приходится на экспорт и продажу нефти и газа и услуги за пределами Аргентины; ~49% разведанных запасов расположены за пределами Аргентины.

Источники: Отчетность компании

В 2018 г. выручка Тесpetrol составила \$1,4 млрд., скорр. EBITDA \$917 млн., операционная маржа 63%. Добыча нефти и газа в 2018 г. составила ~62 млн. бнэ¹ в год. Разведанные запасы составляют 628 млн. бнэ (75% газ, 25% нефть), обеспечивающих добычу на 13 лет.

Основные месторождения, на которых ведет свою деятельность Тесpetrol:

График погашения обязательств Тесpetrol, млн. USD

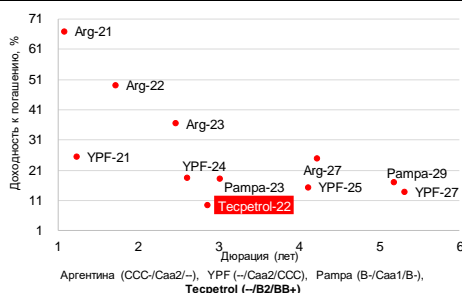


Источники: Bloomberg

Анализ

- Аргентина:** Вака-Муэрта — 2-ое по величине месторождение сланцевого газа и 4-е по величине месторождение сланцевой нефти в мире. Тесpetrol на 100% владеет блоком Фортин де Пьедра, обеспечивающим 12% добычи газа страны.
- Перу:** Камиси — крупнейшее месторождение природного газа в Перу. Тесpetrol владеет 10% долей в блоках 88 и 56. По подсчетам Fitch на долю этого месторождения приходится ~21% EBITDA LTM² по состоянию на 2K18, обеспечивая стабильные и предсказуемые денежные потоки значительно превышающие сроки погашения долговых обязательств Тесpetrol.

Карта доходностей аналогичных аргентинских компаний



Льготное ценообразование актива Фортин де Пьедра: В марте 2017 г. правительство Аргентины приняло резолюцию №46, гарантирующую цену на природный газ в размере \$7,50 за MMBtu³ в 2018 г. с её постепенным сокращением на \$0,50 за MMBtu в течение следующих трех лет и стабилизацией на уровне \$6,00 за MMBtu в 2021 г. В соответствии с резолюцией 46 правительство оплачивает разницу между средней ценой реализации природного газа в отрасли и гарантированной ценой за этот период. В январе 2019 г., однако были приняты поправки, устанавливающие предельные суммы, получаемые от правительства. Тесpetrol сильно выигрывает от схемы льготного ценообразования, присуждаемой активу Фортин де Пьедра.

Источники: Bloomberg

Тесpetrol имеет умеренное кредитное плечо – 1,9x (долг/EBITDA). Fitch прогнозирует снижение этого индикатора в 2019 г. на уровень 0,6x, что ниже, чем у сопоставимых аргентинских компаний PAE (1,7x), Murphy Oil (2,3x) и YPF (2,1x). Тесpetrol имеет благоприятный график погашений всего лишь с одним выпуском долга с погашением в 2022 г. Среди основных банков, кредитующих Тес, числятся J.P. Morgan Chase Bank, Citibank, Banco Santander Rio и др.

3 сентября 2019 г. рейтинговое агентство Moody's снизило рейтинги аргентинским компаниям вслед за снижением суверенного рейтинга Аргентины на три ступени до Caa2 с B2. Тесpetrol также потерял рейтинг, однако лишь на 2 ступени с Ba3 до B2, обладая теперь рейтингом на три ступени выше суверенной Аргентины.

¹ баррелей нефтяного эквивалента; ² LTM (last twelve months) последние 12 месяцев; ³ млн. британских тепловых единиц

Риски

Ухудшение макроэкономических, политических, нормативных и социальных условий в Аргентине может оказать отрицательное воздействие на денежные потоки компании. Введение чрезвычайных мер аргентинским правительством, таких как заморозка цен на газ/нефть, контроль за капиталом может подорвать способность компании расплачиваться по своим обязательствам. На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

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	ovorobyeva@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	ovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Корыцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Международные продажи		Директор	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Аналитический отдел	
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
РЕПО		Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101	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-груп, 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.