

«Эксперт РА» подтвердил кредитный рейтинг ПАО «Газпром» на уровне ruAAA

Москва, 29 мая 2024 г.

Резюме

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» подтвердило [рейтинг кредитоспособности](#) нефинансовой компании [ПАО «Газпром»](#) на уровне ruAAA. Прогноз по рейтингу – стабильный.

Кредитный рейтинг ПАО «Газпром» присваивается в соответствии с методологией оценки внешнего влияния на уровне условного рейтингового класса поддерживающей структуры (далее – «ПС») - Российской Федерации (далее – «государство»).

Оценка собственной кредитоспособности ПАО «Газпром» обусловлена умеренно сильным риск-профилем отрасли, сильными рыночными и конкурентными позициями компании, умеренно высокой рентабельностью, средним уровнем долговой нагрузки при умеренно высоком уровне покрытия процентных платежей, комфортной ликвидностью и низким уровнем корпоративных рисков.

ПАО «Газпром» (далее вместе с дочерними компаниями – «группа») – головная компания одной из крупнейших в мире энергетических компаний, крупнейший мировой производитель газа.

Оценка внешнего влияния

Кредитный рейтинг ПАО «Газпром» присваивается в соответствии с методологией оценки внешнего влияния на уровне условного рейтингового класса ПС, государства, по совокупности следующих критериев:

- В оценке возможностей поддержки агентство учитывает высокое влияние ПС на операционную деятельность группы посредством дискреционной корректировки объемов платежей по НДС на добычу газа, определения направлений инвестиционной программы и ее объемов. По мнению агентства, деятельность группы находится в сильной зависимости от проводимой государством внешней и внутренней политики. Вопросы финансового состояния группы регулярно обсуждаются на Совете директоров, в состав которого в том числе входит ряд ключевых членов Правительства РФ. По мнению агентства, это демонстрирует высокую вероятность предоставления ПС оперативной поддержки группе в случае необходимости.
- Агентство отмечает, что группа находится под контролем ПС и не выделяет ограничений для оказания ей поддержки.
- Высокая системная и социальная значимость группы обеспечивается критической важностью для энергобезопасности государства – ПАО «Газпром» владеет ключевой газотранспортной инфраструктурой, является эксклюзивным экспортером трубопроводного газа и проводником государственной программы газификации. Помимо этого, группа является одним из крупнейших налогоплательщиков и работодателей РФ.
- В оценке поддержки бюджета агентство отмечает отсутствие государственных гарантий по долгу

группы при наличии отдельных мер стимулирования инвестиционных проектов и компенсационного механизма по бессрочным облигациям в рамках Постановления N 2337 от 29.12.2020.

Обоснование оценки собственной кредитоспособности

Анализ проводился по консолидированной отчетности ПАО «Газпром» по стандартам МСФО.

Умеренно сильный риск-профиль отрасли. Агентство оценивает устойчивость к внешним шокам отрасли группы как умеренную. Это обусловлено относительно стабильным спросом на углеводороды, низкой себестоимостью добычи, вертикально-интегрированной бизнес-моделью и спецификой ценообразования при реализации газа, обеспечивающей частичное хеджирование ценовой волатильности. Определенное естественное хеджирование при изменении рыночной конъюнктуры обеспечивает также специфика налогообложения добычи и склонность национальной валюты к обесценению в периоды низких цен на нефть. Так, обесценение среднего курса рубля к доллару с 68,5 в 2022 году до 85,2 в 2023 году поддержало выручку нефтегазодобывающих компаний на фоне сокращения средних цен на нефть марки Brent с 101,2 до 82,6 долларов за баррель и кратного падения рекордных цен на газ в Европе. Позитивное влияние на финансовые показатели компаний отрасли также оказало сокращение дисконтов на реализацию российской нефти на мировых рынках. Барьеры для входа в отрасль группы оцениваются агентством как высокие.

По итогам 2023 года произошло значительное сокращение выручки группы от реализации газа на экспорт в европейском направлении, в результате чего доли газового сегмента и нефтяного сегмента, который представлен преимущественно ПАО «Газпром нефть», в EBITDA стали сопоставимыми. Помимо основной специализации группы - добычи углеводородов - группа вовлечена в переработку нефти (ПАО «Газпром нефть»), переработку газа (ООО «Газпром переработка»), генерацию электроэнергии (ООО «Газпром энергохолдинг»), а также оказывает услуги другим газодобывающим компаниям по трубопроводной транспортировке газа.

Около 71% реализации газа по итогам 2023 года (64% годом ранее) приходилось на внутренний рынок, цены на котором исторически стабильны, так как регулируются ФАС, однако обычно кратно менее выгодны для группы в сравнении с реализацией на экспорт, особенно в европейском направлении. Рост доли реализации на внутреннем рынке произошел из-за продолжения сокращения поставок газа на европейский рынок (включая Турцию - на 44,5% г/г, по оценке агентства) в связи с геополитическими событиями 2022 года, в том числе потери возможности поставок через трубопроводы «Северный поток», «Северный поток - 2», «Ямал-Европа». На текущий момент поставки в европейском направлении осуществляются через «Турецкий поток» и украинский транзитный маршрут. В связи с истечением транзитного договора существует риск прекращения поставок через Украину начиная с 2025 года, что соответствует 4% реализации газа по итогам 2023 года. Важно отметить, что нефтяной бизнес группы оказался более устойчивым в новых геополитических условиях, объемы реализации жидких углеводородов группы не пострадали от введенных санкций и определяются исходя из имеющихся ограничений в рамках соглашения ОПЕК+.

Стратегия группы предполагает диверсификацию поставок с переориентацией на азиатские рынки. По оценке агентства, в 2023 году поставки в Китай через трубопровод «Сила Сибири» выросли на 46% г/г и достигли 7% в общем объеме реализации газа в 2023 году. По оценке агентства, по итогам 2025 года ожидается дальнейший рост поставок по этому трубопроводу, их объем в относительном выражении превысит 11% от общего объема реализации газа в 2023 году. При этом возможности группы по полной переориентации «потерянных» европейских объемов (экспорт ПАО «Газпром» в европейском направлении в 2021 году составлял около 37% от общего объема реализации газа в 2023 году) в среднесрочном периоде ограничены и зависят от подписания новых долгосрочных контрактов, реализации капиталоемких проектов по строительству трубопроводной инфраструктуры и государственной поддержки.

Сильные рыночные и конкурентные позиции. На группу по итогам 2023 года приходится около

55% добычи газа в России и 9% в мире. Объем добычи углеводородов группы по итогам 2023 года составил около 7,82 млн б.н.э. в сутки (-10% г/г). Сокращение добычи в газовом сегменте на 14% г/г из-за потерь на европейском рынке было частично компенсировано ростом добычи жидких углеводородов. Обеспеченность доказанными запасами у группы на 31.12.2023 (далее – «отчетная дата») составляет более 34 лет по оценке агентства. В факторе концентрации бизнеса агентство отмечает диверсифицированную структуру клиентской базы группы, отсутствие зависимости от труднозаменяемых поставщиков и от конкретных добычных проектов.

Умеренно высокая рентабельность. По итогам 2023 года EBITDA группы, по расчетам агентства, ожидаемо сократилась на 40% г/г при падении рентабельности по EBITDA до 27%, что по-прежнему оценивается как высокий уровень по бенчмаркам агентства. При этом показатель FCF margin, учитывающий в числителе также процентные затраты, налог на прибыль и поддерживающие капитальные затраты, сократился с 18% в 2022 году до 6% в 2023 году, что оказывает давление на оценку фактора. Падение показателей было обусловлено преимущественно кратным сокращением цен на газ в 2023 году и продолжением падения объемов реализации группы в наиболее маргинальном европейском направлении. Агентство полагает, что падение EBITDA группы по итогам 2024 года будет незначительным, чему будет способствовать стабилизация экспортных объемов реализации газа с вероятным ростом поставок в Китай, а также ослабление среднего курса рубля. При этом давление на показатель будут оказывать ожидаемые более низкие экспортные цены реализации газа в европейском направлении, так как в средней экспортной цене реализации группы по итогам 2023 года еще не в полной мере отражено фактическое снижение спотовых цен на газ.

Средняя долговая нагрузка при умеренно высоком уровне покрытия процентных платежей. Отношение скорректированного долга группы на отчетную дату к EBITDA за 2023 год по расчетам агентства ожидаемо ухудшилось и составило 2,5x (1,2x годом ранее). Негативная динамика показателя обусловлена как сокращением EBITDA, так и ростом объема долга из-за отрицательного по расчетам агентства свободного денежного потока, а также неблагоприятной переоценки долга, номинированного в иностранной валюте. В объеме долга агентство учитывало дисконтированные пенсионные обязательства, выданные поручительства в совокупном объеме около 0,3x EBITDA на отчетную дату. При этом в объеме долга не были учтены выпуски бессрочных облигаций группы объемом около 0,3x EBITDA на отчетную дату. Группа по этим выпускам вправе по своему усмотрению и неограниченное количество раз принимать решение об отсрочке купонных платежей, что позволяет агентству классифицировать эти обязательства в составе капитала в соответствии с их трактовкой по МСФО, при этом процентные платежи по выпускам учитываются в составе процентной нагрузки. При расчете скорректированного долга агентство вычитало из долга денежные средства, высоконадежные финансовые вложения с применением соответствующих дисконтов по методологии, а также уже реализованные «активы для продажи» совокупным объемом около 0,9x EBITDA на отчетную дату. Покрытие процентных платежей группы показателем EBITDA в 2023 году по расчетам агентства составило около 4,6x (12x годом ранее). На отрицательную динамику показателя в том числе повлиял существенный рост эффективной процентной ставки по долговому портфелю группы из-за роста ключевой ставки Банка России. Показатель отношения скорректированного долга к FFO за минусом поддерживающих капитальных затрат, который по итогам 2023 года составил 11,0x (2,1x годом ранее), оказывает выраженное негативное влияние на оценку фактора, демонстрируя ограниченные возможности группы по снижению совокупного объема долга.

Агентство ожидает дальнейшего роста значения отношения скорректированного долга к EBITDA до уровня более 3,0x по итогам 2024 года преимущественно из-за отрицательного прогнозируемого агентством свободного денежного потока и необходимости использования большей части имеющихся у группы высоколиквидных активов. Покрытие процентных платежей показателем EBITDA может ухудшиться до уровня ниже 4,0x на фоне продолжения роста эффективной процентной ставки по долговому портфелю из-за жесткой монетарной политики Банка России и ограниченной доступности более дешевого фондирования в иностранных валютах.

Агентство нейтрально оценивает уровень рыночных рисков группы. Долг, номинированный в

иностранной валюте, обслуживается за счет валютной выручки. При этом значительная часть долга имеет плавающие процентные ставки.

Комфортная ликвидность. Прогнозная ликвидность группы оценивается агентством как нейтральная, отражая недостаточный на отчетную дату объем источников ликвидности группы для финансирования запланированной инвестиционной программы в полном объеме. При этом агентство отмечает, что у группы имеется определенная гибкость в оптимизации капитальных затрат. Также 20 мая 2024 года Правительство предписало группе не выплачивать дивиденды за 2023 год. Высокая качественная оценка ликвидности обусловлена отсутствием у агентства сомнений в успешном привлечении необходимых кредитных средств в будущем. Эта оценка подкрепляется комфортным графиком погашения долгового портфеля и высокой степенью его диверсификации по кредиторам.

Низкие корпоративные риски. Агентство отмечает прозрачность структуры группы и структуры собственности ПАО «Газпром». Качество корпоративного управления и риск-менеджмента оцениваются как высокие. Компания публикует полную финансовую отчетность по МСФО и годовой отчет, что позитивно оценивается в факторе транспарентности. При этом давление на рейтинг по-прежнему оказывает оценка фактора стратегического обеспечения, что обусловлено высоким уровнем неопределенности относительно будущей инвестиционной программы группы и источников ее финансирования, что может значимо повлиять на оценку долговой нагрузки.

Прогноз по рейтингу

По рейтингу установлен стабильный прогноз, что предполагает высокую вероятность сохранения кредитного рейтинга на текущем уровне на горизонте 12 месяцев.

Регуляторное раскрытие

Контакты для СМИ: pr@raexpert.ru, тел.: +7 (495) 225-34-44.

Кредитный рейтинг ПАО «Газпром» был впервые опубликован 18.06.2021. Предыдущий рейтинговый пресс-релиз по данному объекту рейтинга был опубликован 13.06.2023.

Кредитный рейтинг присвоен по российской национальной шкале и является долгосрочным. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по нему ожидается не позднее года с даты последнего рейтингового действия.

При присвоении кредитного рейтинга применялась методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям (вступила в силу 01.08.2023) и методология оценки внешнего влияния (вступила в силу 05.02.2024) <https://raexpert.ru/ratings/methods/current>.

Присвоенный рейтинг и прогноз по нему отражают всю существенную информацию в отношении объекта рейтинга, имеющуюся у АО «Эксперт РА», достоверность и качество которой, по мнению АО «Эксперт РА», являются надлежащими. Ключевыми источниками информации, использованными в рамках рейтингового анализа, являлись данные Банка России, ПАО «Газпром», а также данные АО «Эксперт РА». Информация, используемая АО «Эксперт РА» в рамках рейтингового анализа, являлась достаточной для применения методологии.

Кредитный рейтинг был присвоен в рамках заключенного договора, ПАО «Газпром» принимало участие в присвоении рейтинга.

Число участников рейтингового комитета было достаточным для обеспечения кворума. Ведущий рейтинговый аналитик представил членам рейтингового комитета факторы, влияющие на рейтинг,

члены комитета выразили свои мнения и предложения. Председатель рейтингового комитета предоставил возможность каждому члену рейтингового комитета высказать свое мнение до начала процедуры голосования.

АО «Эксперт РА» в течение последних 12 месяцев не оказывало ПАО «Газпром» дополнительные услуги.

Кредитные рейтинги, присваиваемые АО «Эксперт РА», выражают мнение АО «Эксперт РА» относительно способности рейтингуемого лица (эмитента) исполнять принятые на себя финансовые обязательства и (или) о кредитном риске его отдельных финансовых обязательств и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения.

Присваиваемые АО «Эксперт РА» рейтинги отражают всю относящуюся к объекту рейтинга и находящуюся в распоряжении АО «Эксперт РА» информацию, качество и достоверность которой, по мнению АО «Эксперт РА», являются надлежащими.

АО «Эксперт РА» не проводит аудита представленной рейтингуемыми лицами отчетности и иных данных и не несет ответственность за их точность и полноту. АО «Эксперт РА» не несет ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с рейтингом, совершенными АО «Эксперт РА» рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в пресс-релизах, выпущенных АО «Эксперт РА», или отсутствием всего перечисленного.

Представленная информация актуальна на дату её публикации. АО «Эксперт РА» вправе вносить изменения в представленную информацию без дополнительного уведомления, если иное не определено договором с контрагентом или требованиями законодательства РФ. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинга, является официальный интернет-сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.