

Еврооблигации Marfrig-25

Выводы

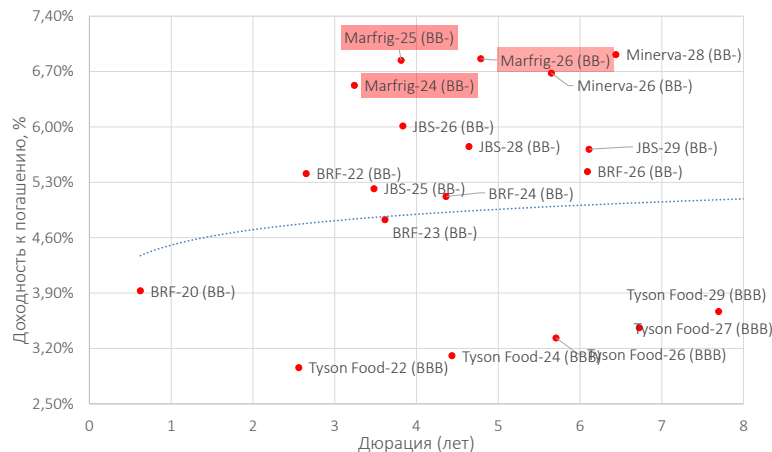
Доходность долларовых выпусков Marfrig-25 отражает повышенную премию за способность компании обслуживать свой долг. Мы считаем, что складывающаяся благоприятная конъюнктура по предложению рогатого скота на основных рынках и рост экспорта продукции в Китай позитивно скажется на финансовых метриках компании в этом году. Таким образом, мы оцениваем вероятность неплатежеспособности Marfrig как низкую в ближайшем будущем, что позволяет получать выгоду от высокой купонной доходности на среднем сроке инвестирования.

Бразильская компания **Marfrig** — второй по величине производитель говядины в мире (по убойной мощности), имеющий 35 перерабатывающих предприятий (в основном в Бразилии) и восемь распределительных центров, расположенных в Бразилии, Аргентине, Уругвае, Чили и США. Выручка в 2018 г. составила \$8 млрд, капитализация \$870 млн. Чистый долг к EBITDA в 1 кв 2019 г. составил 2,9х. Marfrig дифференцирован с точки зрения географии продаж, источников сырья и ассортимента продукции. Основной объем продаж в географическом отношении приходится на США (63%) и Бразилию (12%). 85% выручки деноминировано в USD, что представляет собой существенное хеджирование валютного риска по долларовому долгу Marfrig, который на 1 кв 2019 составил \$2,5 млрд (net). 33% компании принадлежит BNDES (Бразильскому банку развития, принадлежащему федеральному правительству), 34% - бразильской холдинговой компании MMS Participacoes.

В 2018 г. Marfrig сконцентрировал операции на высоко маржинальном рынке переработки говядины, купив National Beef за \$2,6 млрд (в Канзас-Сити, США) и продав Keystone Food (продажа мяса птицы) за \$1 млрд. Приобретение National Food, на чьи скотобойные заводы приходится 13% общей мощности убоя скота на американском рынке и чья доля в разбивке по EBITDA составляет ~62%, существенно снижает локальную концентрацию рисков, включая погодные условия, изменчивость цен, болезни животных и торговые ограничения. Рейтинговые агентства в целом умеренно позитивно отреагировали на трансформацию компании, подтвердив рейтинги — Moody's в августе 2018 г. «B2», прогноз «стабильный»; S&P в августе 2018 г. «BB-», прогноз «стабильный»; Fitch в октябре 2018 г. «BB-», прогноз «стабильный».

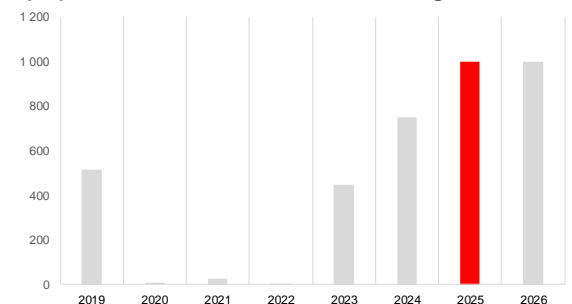
Marfrig можно сравнить с бразильскими производителями мяса JBS и BRF. Премия к выпуску Marfrig25 отражает меньшую маржинальность бизнеса и худшие кредитные метрики.

Инвестиционный анализ



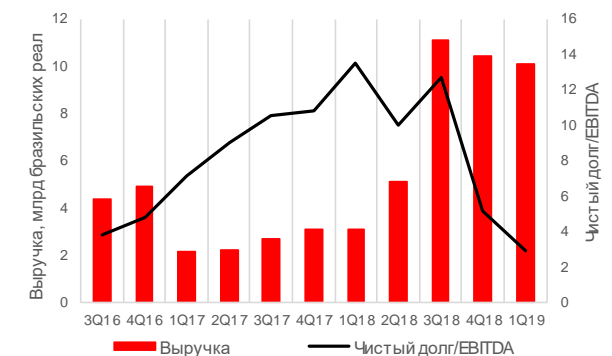
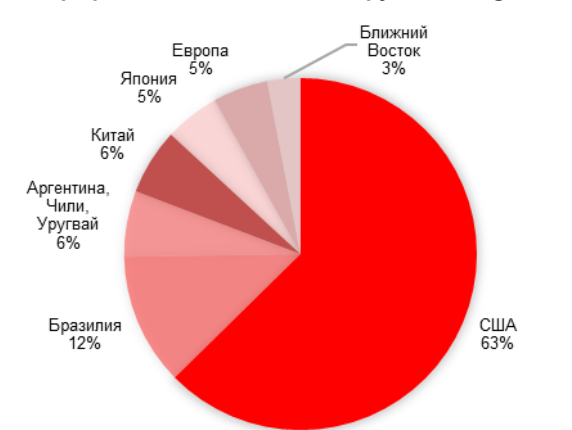
Эмитент	Marfrig Global Foods
ISIN	USG5825AAB82
Дох. к погашению	6,8%
Купон	6,875%
Погашение (call 2021)	01/19/2025
Валюта	USD
Рейтинг S&P	BB-, прогноз стабильный
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

График погашения обязательств Marfrig, млн USD



Источник: Bloomberg

Географическая сегментация выручки Marfrig



Источник: отчетность Marfrig

Недавние поглощения Marfrig в сфере производства говядины, по нашему мнению, могут вскоре оказать позитивный эффект на операционные и, как следствие, кредитные метрики компании. Возможный пересмотр цепей поставок мяса в Китай, в связи с торговой напряженностью с США, также способен оказать поддержку Marfrig, имеющим наибольшее среди конкурентов количество мясоперерабатывающих предприятий (9 шт.), аккредитованных Китаем. В 2019 г. Marfrig ожидает роста маржинальности с 8,7% до 9,5% и позитивный свободный денежный поток на уровне \$375 млн. Помимо этого Marfrig начал ощущать рост спроса со стороны Китая на фоне вспышек в стране африканской лихорадки свиней.

Риски: Бизнес компании сильно зависит от внешних факторов: сырьевой конъюнктуры (цены на крупный рогатый скот) и макроэкономического состояния США и Бразилии. Помимо этого присутствуют риски, связанные с международными условиями торговли, состоянием финансовых рынков и принимаемыми государственными законодательными актами в Бразилии. Высококонкурентная бизнес среда Marfrig и высокий уровень задолженности ограничивают операционную и финансовую гибкость компании. Быстрый рост компании, нацеленный на диверсификацию бизнеса посредством поглощений, также несет в себе риски.

		Marfrig			JBS			Бразилия		
Moody's	S&P/Fitch	S	M	F	S	M	F	S	M	F
Baa3	BBB-									
Ba1	BB+									
Ba2	BB								Ba2	
Ba3	BB-	BB-		BB-	BB-	Ba3	BB-	BB-		BB-
B1	B+									
B2	B		B2							
B3	B-									

■ прогноз позитивный

■ прогноз стабильный



Контактная информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Аналитический отдел	
Телефон/Факс	(7 495) 795-3676
Руководитель аналитического подразделения, Макроэкономика	Борис Красноженов Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева
Металлы и горная добыча	Борис Красноженов, Юлия Толстых
Потребительский сектор, Интернет	Олеся Воробьева
Банки	Евгений Кипнис
Аналитическая поддержка российских клиентов Альфа Директ	Гельды Союнов, Алан Казиев, Елизавета Наумова
Перевод	Анна Мартынова
Редактор	Джон Волш
Техническая поддержка	Денис Дорофеев
Торговые операции и продажи	
Телефон	(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Продажи российским и иностранным клиентам	Константин Шапшаров, Александр Зоров
Группа продаж Альфа-Директ	(7 495) 795-3680 Ирина Фадеева, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

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 российские 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.

Ценовые уровни и оценки, приведенные в настоящем обзоре, могут отличаться от взглядов Центра макроэкономического прогноза на фоне краткосрочных спекулятивных трендов в инвестиционных инструментах.

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