

Еврооблигации Klabin-49

Первый в Бразилии 30-летний «зелёный» бонд

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Крупнейший игрок Бразилии на рынке целлюлозы видит огромные возможности в растущих трендах целлюлозно-бумажной индустрии, начиная от экологичности упаковочного материала и заканчивая набирающим обороты в маркетинге «ретро» стиле, возвращающем к бумажным упаковкам. Лидерские позиции Klabin на внутреннем рынке могут сделать его основным бенефициаром прогнозируемого роста в Бразилии (2020 г. +2,0%, 2021 г. +2,5%) на фоне аккомодационной ДКП и принятия пенсионной реформы.

Эмитент	Klabin Austria
ISIN	USA35155AB50
Доходн. к погашению	6,40%
Купон	7,00%
Погашение	03.04.2049
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB+
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

Klabin – крупнейший производитель, экспортёр и переработчик целлюлозы в Бразилии. Товары для продажи Klabin можно разделить на две группы: продукция для последующей переработки («**целлюлоза**», 37% от выручки, 58% от EBITDA) и готовая продукция с добавленной стоимостью («**бумага** и **упаковка**», 60% от выручки). Бумажная продукция представлена **коробочным и мелованным картоном**, с занимаемой долей последнего 50% на внутреннем рынке, и **крафт-бумагой** с долей 42% там же. Упаковка представлена **ящиками из гофрированного картона** и **промышленными мешками**, с долями 18% и >50% на бразильском рынке. На экспорт приходится 45% выручки, причём крупнейшим рынком сбыта является Австрия (26,7%), Аргентина (3,3%) и Китай (2,3%).

Бизнес: Klabin имеет солидные целлюлозные и лесохозяйственные активы: завод с объёмом производства 1,6 млн. тонн и 230 га плантаций лиственных и хвойных деревьев, выращенных на принадлежащих компании 501 га земли. **Вертикально-интегрированная бизнес-модель обеспечивает конкурентоспособную структуру издержек производства**, позволяя компании находиться в самом низком квартале кривой затрат. Вкупе с сильными рыночными позициями на внутреннем рынке это даёт Klabin маржинальность по EBITDA выше 30%, в то время как у мелких игроков маржа находится на уровнях ~15%. Klabin насчитывает 600 заказчиков, среди которых такие крупные мировые имена как Unilever, JBS, Nestle, McDonalds, Danone и др.

Финансовые результаты. Рынок целлюлозной промышленности очень цикличен, в связи с этим, на фоне торможения Китая², цены на целлюлозу в 3 кв. 2019 г. снизились на более чем 20% г/г. Темпы роста выручки, соответственно, упали с 2-ухзначных цифр до 8,6% LTM³. Однако, даже в таких сложных условиях, Klabin сохраняет положительные результаты. Рост EBITDA составил 12% кв/кв в 3 кв. 2019 г, а маржинальность по EBITDA выросла на 12 п.п. до 56%. Такие результаты достигаются за счёт проявления гибкости в инициативах по снижению затрат, так и развития своих бизнес линий – «**бумага и упаковка**», **доля экспорта которых составляет ~70%**. В этом контексте стоит отметить успех компании в диверсификации бизнеса в сторону развития новых рынков за пределами Бразилии. Цикличность цен на целлюлозу компенсирует в целом и защитный сектор «продуктов питания», на который приходится 67% конечных продаж Klabin. На результаты 3 кв. также позитивно повлияло решение о возмещении ранее уплаченных налогов.

Анализ

Драйверы роста. Менеджмент компании отмечает, что снижение цен на целлюлозу вынудило многие компании приостановить работы на своих заводах для оптимизации запасов. В сочетании с ожиданием отсутствия выхода новых мощностей вплоть до 2022 года это должно восстановить цены на целлюлозу. Позитивные перспективы видятся и в сегменте рынка «**бумага и упаковка**» на фоне растущего социального запроса на более экологичные способы упаковки.

Puma II. Текущие уровни доходностей отражают довольно длительный цикл повышенных капитальных затрат, связанных со строительством нового целлюлозного завода Puma II (с 2мя машинами), стоимостью ~\$1,5 млрд., чей запуск ожидается в 2021 и 2023 годах. В связи со строительством, по прогнозам Fitch, FCF будет отрицательным вплоть до 2020 года.

Ликвидность. Klabin имеет достаточно хорошую ликвидность. На 30 сентября 2019 г. она состояла из наличных средств \$2,2 млрд. и \$500 млн. возобновляемой кредитной линии, при этом чистый долг составляет \$3 млрд. Соотношение net Debt/EBITDA Klabin выше среднеотраслевого значения 2,2х и составляет 3,4х. Тем не менее, менеджмент компании успешно демонстрирует умение управлять долгом, сумев снизить его с 5,7х в 2016 г. до текущих уровней. Валютный риск Klabin, представленный на 74% деноминированным в USD долгом, компенсируется EBITDA, на 82% состоящим из USD (по подсчётам Fitch).

15% долга принадлежит государственному банку развития BNDES⁴, владеющему 5,20% акций Klabin, что позволяет предполагать заинтересованность BNDES в долгосрочном развитии компании. В случае проблем с ликвидностью, Klabin может рассчитывать на «подушку» своих активов – учётная стоимость земли, принадлежащей Klabin и биологических активов на лесных плантациях составляла ~\$1,65 млрд. по состоянию на 30 июня 2019 г.

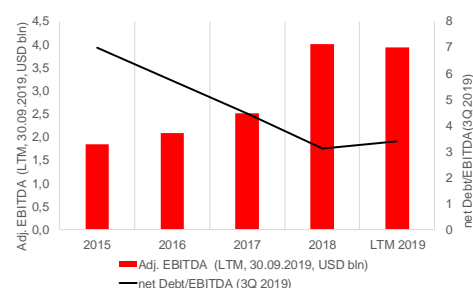
¹ Мелованный картон - картон со специальным покрытием и гладкой (глянцевой или матовой) поверхностью, используемый для упаковок сухих и жидких пищевых продуктов, парфюмерии, косметики, бытовой химии и т.д.

² Китай представляет 34% мирового спроса на целлюлозу.

³ LTM (last twelve months) за последние 12 мес., закончившееся 30 сентября 2019 г.

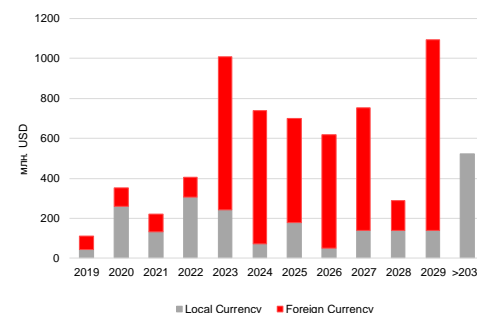
⁴ National Bank for Economic and Social Development (BNDES), Национальный банк экономического и социального развития

Скорректированная EBITDA Klabin и чистый долг/EBITDA, на 30.09.2019 г.



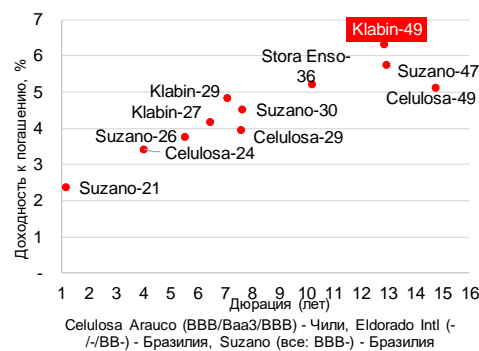
Источники: Bloomberg и сайт компании

График погашения обязательств Klabin, млн. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей Klabin и международных компаний целлюлозной промышленности



Источники: Bloomberg

Риски

Депрессивные уровни цен на целлюлозу, задержка запуска нового Puma II, дальнейшая неопределённость торгового спора США с Китаем, рост дебиторской задолженности окажут негативное воздействие на платёжеспособность Klabin. На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

Альфа Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3680

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	oovorobyeva@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 Коруцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи	+7 (495) 974-2515	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Облигации		Директор	
Владислав Корзан	vkorzan@alfabank.ru +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	eromanchenko@alfabank.ru +7 (495) 786-4897	Аналитический отдел	
Дмитрий Матвиевский	dmatvievskiy@alfabank.ru +7 (495) 783-5103	Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
Мария Вазанова	mvazanova@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Акции		Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Продажи	
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
РЕПО		Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru		
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 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 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.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 ФЗ "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.