

Инвестиционная идея по еврооблигациям BATSLN 5.625'35

10 октября 2025 г.

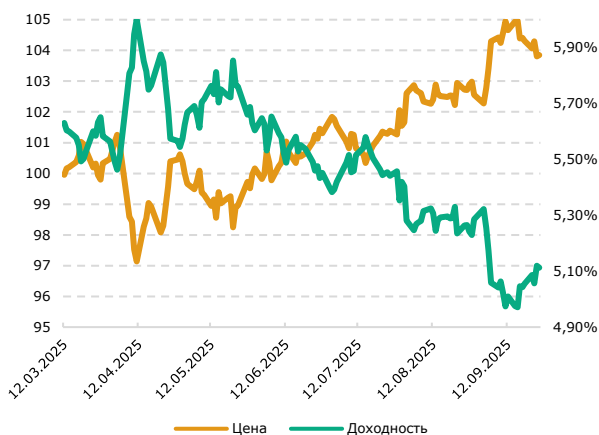
Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	B.A.T Capital Corporation
Тикер еврооблигаций	BATSLN
Страна риска	США
Сектор	Табачный
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Baa1 / BBB+ / BBB+
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность за период держания (годовых)	5.5%
Выпуск	BATSLN 5.625'35
ISIN	US05526DCC74
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	5.625%
Доходность к погашению	5.1%
Доходность к худшему	5.1%
G-Spread	97 бп
Текущая цена	104.11%
Дата погашения	15.08.2035
Объем в обращении	\$1 000 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	1П25 LTM
Выручка	33 938	33 062	33 117
EBITDA	16 381	15 110	15 876
маржа EBITDA, %	48.3%	45.7%	47.9%
Активы	151 137	148 814	151 362
Обязательства	83 747	86 240	86 579
Капитал	67 390	62 574	64 783
CFO	13 694	12 811	12 033
CFI	(378)	1 740	1 239
CFF	(11 905)	(13 452)	(14 788)

Рисунок 1. Динамика доходности и цены

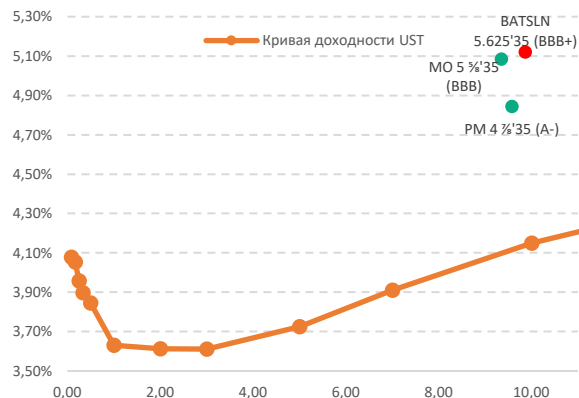


Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

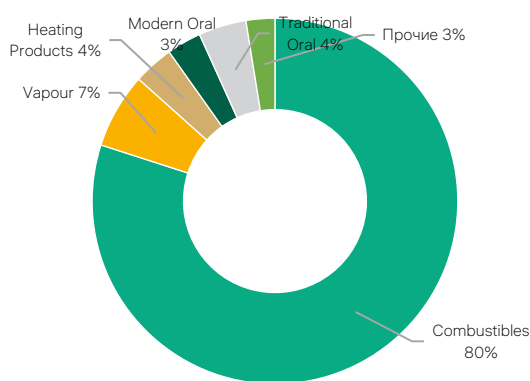
Представляем вашему вниманию еврооблигации одной из крупнейших табачных компаний в мире (Топ-3), работающей более чем в 200 странах — British American Tobacco (далее «БАТ», «Компания»), с погашением в 2035 году. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 5.07%-5.08% годовых, что подразумевает премию в 20-30 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам сопоставимой компании Philip Morris International (PMI) (PM 4.875'35, A-). БАТ входит в тройку международных табачных компаний по доле рынка, наряду с Philip Morris International (PMI) и Japan Tobacco. БАТ имеет сильный бизнес-профиль с широкой региональной и брендинговой диверсификацией. Компания также имеет широкий портфель бездымных продуктов нового поколения, предлагающих хороший потенциал роста, хотя традиционные табачные изделия остаются доминирующим и стабильным источником выручки (~80% выручки). Кроме того, БАТ последовательно снижает издержки, поддерживая маржу и финансируя рост. После программы Quantum на £1.5 млрд (ФГ20-22) компания реализует новые инициативы: цели экономии ~£1.2 млрд в ФГ23-25 и ~£2 млрд в ФГ26-30. Сбережения достигаются за счёт оптимизации фабрик, сокращения управленческих уровней и цифровизации маркетинга. Кредитный профиль компании поддерживается консервативной финансовой политикой — компания взяла на себя обязательство снизить леверидж (чистый долг/EBITDA) до 2.0–2.5× к концу 2026 года с текущих 2.6х. Мы положительно оцениваем перспективу достижения данной цели с учетом того, что сильные денежные потоки БАТ обеспечивает достаточную возможность для сокращения долга. Кроме того, компания сохраняет высокий уровень ликвидности на балансе - около \$6.7 млрд. У неё ступенчатый профиль погашений долга, без немедленных крупных погашений, и значительные подтвержденные кредитные линии. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску BATSLN 5.625'35 с ожидаемой доходностью за период держания 5.5% годовых.**

Рисунок 2. Карта доходности аналогичных еврооблигаций



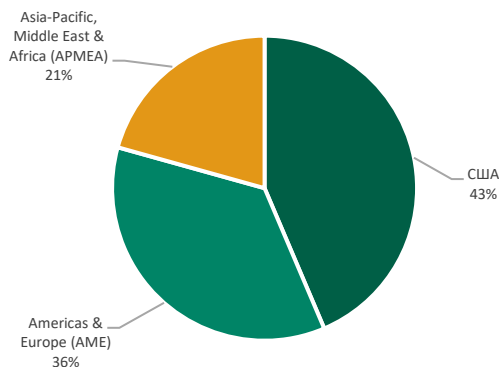
Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 3. Распределение выручки за 2024 г. по сегментам



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 4. Распределение выручки за 2024 г. по регионам



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 5. EBITDA, \$ млн и долговая нагрузка

Операционная деятельность

Продуктовые сегменты:

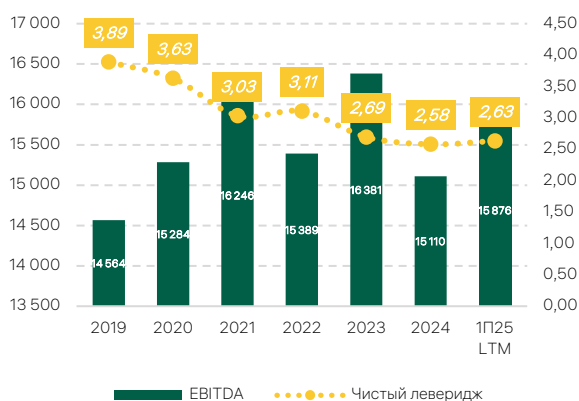
- Combustibles - традиционные сигареты и табак для самокруток;
- Vapour - электронные сигареты, флагман — Vuse;
- Heated Products - системы нагревания табака glo;
- Modern Oral - никотиновые патчи Velo;

Эти четыре сегмента составляют основной ассортимент BAT (см. рис. 3). Пять глобальных основных сигаретных брендов BAT — Dunhill, Kent, Lucky Strike, Pall Mall и Rothmans, в США — Newport, Camel и Natural American Spirit и др. В последние годы BAT активно сместила фокус на «Новые категории» — её термин для несгораемых продуктов (Vapour, Heated Products, Modern Oral) — в соответствии с корпоративной целью строить «A Better Tomorrow™» с продуктами сниженного риска.

Стратегический приоритет BAT — трансформация в преимущественно бездымный бизнес к 2035 году

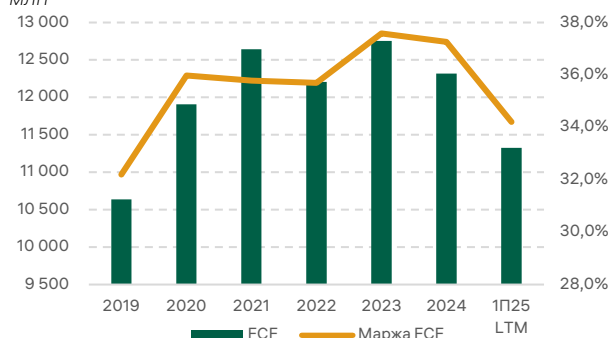
- Трансформационная стратегия BAT «A Better Tomorrow» фокусируется на снижении вреда от табака — переводе взрослых курильщиков на альтернативные никотиновые продукты, подкреплённые наукой.
- Цель — не менее 50% выручки от несгораемых продуктов к 2035 г. и 50 млн потребителей продуктов Новых категорий к 2030 г.
- Компания нацелена на ускорение: к 2026 году BAT ожидает возвращения к росту выручки на 3–5% г/г и прибыли на 4–6% г/г, частично за счёт ускоренного запуска продуктов Новых категорий.

Стратегический приоритет BAT — трансформация в преимущественно бездымный бизнес к 2035 году, цель — не менее 50% выручки от несгораемых продуктов к 2035 г. и 50 млн потребителей продуктов Новых категорий к 2030 г. Эта «smokeless world»-амбиция привела к значительным инвестициям в R&D и инновации. Менеджмент отмечает, что по состоянию на 1П25 у BAT 30.5 млн потребителей бездымных продуктов (вейпы Vuse, системы нагревания табака glo, никотиновые патчи Velo) — увеличение на 1.4 млн за 1-е полугодие 2025 г. Бездымные продукты дают 18.2% совокупной выручки BAT (1П25), +70 бп к ФГ24, что отражает существенный рост Новых категорий, хотя Combustibles остаются основным источником прибыли. Трансформационная стратегия BAT «A Better Tomorrow» фокусируется на снижении вреда от табака — переводе взрослых курильщиков на альтернативные никотиновые продукты, подкреплённые наукой. Выручка от новых категорий составила \$4.4 млрд в 2024 г., а в 1П25 она составила \$2.1 млрд (+2.4% г/г при фиксированных курсах). Компания нацелена на ускорение: к 2026 году



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 6. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF, \$ млн



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

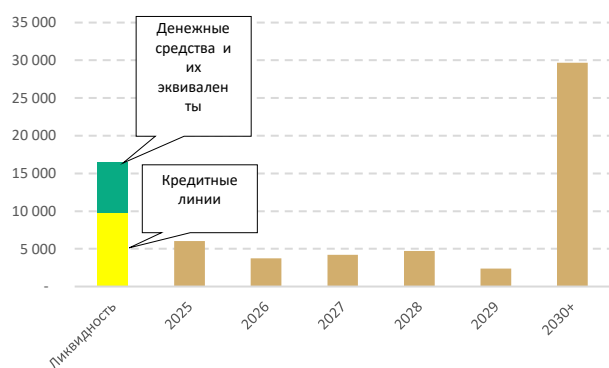
BAT ожидает возвращения к росту выручки на 3–5% г/г (с текущих +1.8% г/г) и прибыли на 4–6% г/г (с текущих +1.9% г/г), частично за счёт ускоренного запуска продуктов Новых категорий.

Запуски и инновации: последние финансовые результаты BAT были подкреплены серией продуктовых новинок в «Новых категориях».

- Velo Plus (Modern Oral): запущенный в США в конце 2024 г., Velo Plus — это никотиновый патч повышенной крепости с улучшенными вкусом и форм-фактором. Запуск прошёл исключительно успешно — BAT сообщила о росте выручки в сегменте Modern Oral в США на +384% г/г в 1-м полугодии 2025 г. Это конвертировалось в существенный рост доли на рынках: на ключевых рынках Modern Oral (США, Скандинавия и др.) доля по объёму Velo достигла 13.2% (+6.8 пп к ФГ24). Глобально Velo теперь — бренд №2 в Modern Oral (после Zyn от PMI); мировой объём сегмента Modern Oral BAT вырос на +42% г/г в 1П2025. Руководство охарактеризовало рост Velo как «отличный», отметив, что Modern Oral — самый быстрорастущий сегмент «Новых категорий».
- glo Hilo (Heated Products): BAT готовит крупный апгрейд линейки устройств нагревания табака с выпуском glo Hilo — нового премиального устройства. В 1П25 glo Hilo проходил пилотный тест (например, в Сербии) и показал обнадеживающие результаты. Устройство предлагает улучшенную технологию нагрева, встроенный цифровой дисплей и новую линейку расходников (табачные стики Virto и бестабачные никотиновые стики Rivo). Поэтапный вывод glo Hilo на ключевые рынки запланирован на 2-ое полугодие 2025 г.; BAT ожидает ускорения выручки в сегменте Heated во 2П25 и далее. Инновация выходит на фоне жёсткой конкуренции со стороны IQOS для текущих устройств glo. Грядущий запуск glo Hilo — критически важный ход для «перезапуска» сегмента Heated у BAT за счёт высокотехнологичного предложения.
- Vuse Ultra (Vapour): В категории Vapour BAT запускает Vuse Ultra — новую премиальную систему с улучшенной технологией и вкусами. Запуск Vuse Ultra начался в середине 2025 г. и продолжится во 2П25 в ряде рынков. BAT ожидает, что Vuse Ultra поддержит продажи сегмента Vapour во 2П25, помогая вернуть бизнес сегмента к росту после снижения в 1П25. Несмотря на снижение в 1П25, вейп Vuse остаётся ведущим в мире брендом по доле рынка. Продукт Ultra, вместе с усилением мер против нелегальных одноразовых устройств, может стабилизировать объёмы Vapour у BAT далее.

Финансовые результаты BAT за 1-е полугодие 2025 г. демонстрируют стабильность на фоне

Рисунок 7. Ликвидность и график погашения, \$ млн



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

разнонаправленных трендов: устойчивость Combustibles и лидерство Modern Oral как драйвера роста

- Консолидированная выручка составила \$15.668 млн, увеличившись на 0.4% г/г. Рост выручки отражает рост продаж в регионах США и Americas & Europe (AME), скомпенсировавшее слабость в Asia-Pacific, Middle East & Africa (APMEA), где выручка пострадала из-за роста акцизов в Австралии и Бангладеше
- Табачные изделия для горения Combustibles остаются доминирующим источником выручки. Выручка от Combustibles в 1П25 составила 79% продаж (+0.8% г/г).
- Новые категории (Vapour, Heated, Modern Oral) показали в 1П25 рост +2.4% г/г. Совокупная выручка BAT от всех несгораемых продуктов достигла 18.2% консолидированной выручки в 1П25. Это выше по сравнению с 17.5% в ФГ24, продолжая устойчивый сдвиг в структуре микса.
- BAT удалось удержать маржу на стабильном уровне, несмотря на инфляционное давление на издержки и смешанную динамику выручки, за счёт эффективного управления затратами и продуктового микса.

Выручка Группы за первые 6 месяцев 2025 г. выросла на 0.4% г/г и составила \$15.7 млрд. EBITDA составила \$8.0 млрд, на 10.5% выше, чем в аналогичном периоде прошлого года, а маржа EBITDA оказалась на уровне 51.3% (46.6% за 6мес2024 г.). Один из основных регионов присутствия BAT – США (~43% продаж), увеличили выручку (+3.7% г/г) за счёт роста цен/микса в Combustibles (+11.4% г/г) и успешного запуска Velo Plus (выручка Modern Oral выросла на +384% г/г). Эти факторы более чем компенсировали снижение объёмов Combustibles (–7.6% г/г). Выручка Americas & Europe (AME) (~36% продаж) выросла на +3.5% г/г, чему способствовали рост цен/микса в Combustibles (+6.8% г/г) и рост Modern Oral (+16.5% г/г); Выручка Asia-Pacific, Middle East & Africa (APMEA) (~21% продаж) снизилась на –4.8% г/г из-за регуляторных трудностей в Австралии и Бангладеше, которые перевесили рост выручки в остальных странах региона. Укрепление доллара США (и отчетной валюты GBP) к валютам развивающихся рынков уменьшило выручку, трансляционное давление со стороны валютного курса составило –1.4% г/г.

По продуктовым категориям, табачные изделия для горения Combustibles остаются доминирующим источником выручки. Выручка от Combustibles в 1П25 составила примерно 79% продаж (+0.8% г/г). Глобальные объёмы сигарет BAT упали на –8.7% г/г в 1П25, продолжая долгосрочный нисходящий тренд, однако ценообразование (+9.6% г/г) смогло компенсировать это снижение. Новые категории (Vapour, Heated, Modern Oral) показали в 1П25 рост +2.4% г/г. В

разреze компонентов: продажи Vapour снизились на – 13.0% г/г в 1П25. БАТ указала в качестве причин влияние нелегальных одноразовых вейпов в США и Канаде и более мягкий спрос на некоторых европейских рынках. Выручка Heated Products была слегка выше (+3.1% г/г) – рост в Японии и ряде европейских рынков. Главным драйвером в новой категории был Modern Oral, где БАТ увидела рост выручки на +40.6% г/г в 1П25, отражая сильные результаты Velo в США, Скандинавии. Фактически, Modern Oral теперь является крупнейшим сегментом New Category для БАТ по выручке. Совокупная выручка БАТ от всех несгораемых продуктов достигла 18.2% консолидированной выручки в 1П25. Это выше по сравнению с 17.5% в ФГ24, продолжая устойчивый сдвиг в структуре микса. Менеджмент ожидает более сильное 2-е полугодие 2025 г. для продуктов New Categories по мере запуска новых продуктов (Velo Plus, Vuse Ultra, glo Hilo).

EBITDA за последний год продемонстрировала положительную динамику (+10.5% г/г) и составила \$8 041 млн, обеспечив маржу EBITDA на уровне 51.3%, которая показала рост на 47 бп по сравнению с 2024 г. На скорректированной основе, без учета доходов/расходов от пересмотра резерва по урегулированию судебного процесса в Канаде, а также прочих доходов/расходов от обесценения и изменений в валютных курсах, EBITDA уменьшилась на 1.4% г/г (маржа на уровне 54.4% против 55.3% в прошлом году). Таким образом, БАТ удалось удержать маржу на достаточно стабильном уровне, несмотря на сильное инфляционное давление на издержки (6.2% г/г) и смешанную динамику выручки (0.4% г/г), за счёт эффективного управления затратами и продуктового микса. Операционный денежный поток (OCF) за 6мес2025 г. составил \$2 998 млн (против \$4 004 млн за 6мес2024 г.), а свободный денежный поток (FCF) составил \$2 864 млн (против \$3 858 млн за 6 мес2024 г.).

Кредитное качество БАТ на улучшающемся тренде: снижение леввериджа, устойчивые денежные потоки и дисциплинированная аллокация капитала

- По состоянию на конец 2кв2025 чистый левверидж компании (чистый долг к EBITDA) составлял 2.63x. БАТ взяла на себя обязательство снизить левверидж (чистый долг/EBITDA) до 2.0–2.5x к концу 2026 года;
- Сильные денежные потоки с конверсией более 90% позволяют БАТ быстро сокращать задолженность. Консервативная аллокация капитала — дивиденды (65% устойчивой прибыли), далее — делеверидж, после чего возможны обратные выкупы;
- График погашения комфортен: около 60% долга приходится на период после 2030 г. В сочетании с положительным FCF и высокой ликвидностью это

снижает риски обслуживания долга в обозримом будущем.

На конец 1П25 объем валового долга составил \$46.2 млрд, а чистый долг находился на уровне \$39.0 млрд. Ликвидность насчитывала около \$16.5 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$6.7 млрд и открытых кредитных линий в размере \$9.8 млрд. Долговая нагрузка, выраженная как соотношение чистого долга к EBITDA, составляет 2.63x (против 2.58x на конец 2024 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA – 8.16x (против 7.77x на конец 2024 г.), то есть леверидж компании находится на низком уровне. BAT также взяла на себя обязательство снизить леверидж (чистый долг/EBITDA) до 2.0–2.5x к концу 2026 г. Сильные денежные потоки BAT позволяют быстро гасить долг, конверсия операционной прибыли в денежный поток у BAT стабильно превышает 90%. Компания выплачивает дивидендами 65% от устойчивой прибыли, далее свободный денежный поток в первую очередь идёт на сокращение долга для достижения целевого левериджа, затем — на обратные выкупы. В целом, делеверидж — ключевое условие компании для любых более агрессивных возвратов акционерам и инвестиций. BAT также имеет комфортный график погашения, погашение примерно 60% всего долга приходится на период после 2030 г. (см. рис. 7). С учетом сильного профиля ликвидности, консервативной долговой нагрузки, ожидаемого положительного FCF, мы не ожидаем проблем с обслуживанием долга в обозримом будущем.

Риски

- Регуляторные и законодательные риски: повышение акцизов, запреты могут подрывать объёмы продаж и прибыльность, что может привести к ухудшению финансовых результатов компании;
- Ослабление местных валют к доллару США и фунту стерлингов может привести к ухудшению финансовых результатов компании и затруднить выплаты по долгам, деноминированным в твердой валюте;
- Трансформация бизнес-модели: неопределенность относительно успешного перехода на новые продукты.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	6мес2024	6мес2025
Выручка	33 096	35 335	34 197	33 938	33 062	15 613	15 668
Рост выручки (г/г)	0.2%	6.8%	-3.2%	-0.8%	-2.6%	-5.9%	0.4%
Валовая прибыль	27 386	29 010	28 535	27 854	27 221	12 875	13 097
Валовая маржа%	82.7%	82.1%	83.4%	82.1%	82.3%	82.5%	83.6%
EBITDA	15 284	16 246	15 389	16 381	15 110	7 275	8 041
Рост EBITDA (г/г)	4.9%	-6.3%	-5.3%	6.4%	-7.8%	-8.1%	10.5%
EBITDA маржа%	46.2%	46.0%	45.0%	48.3%	45.7%	46.6%	51.3%
Процентные доходы (расходы), нетто	(2 232)	(1 976)	(1 898)	(2 045)	(1 944)	(989)	(992)
Рост процентных доходов (расходов) (г/г)	2.6%	(11.5%)	(3.9%)	7.7%	(4.9%)	(2.0%)	0.2%
Опер. денежный поток	12 565	13 368	12 853	13 328	12 941	4 004	2 998
Рост операционного денежного потока (г/г)	9.4%	6.4%	-3.9%	3.7%	-2.9%	-3.8%	-25.1%
Капитальные расходы	(656)	(725)	(647)	(572)	(621)	(147)	(134)
Рост капитальных расходов (г/г)	(22.6%)	10.5%	(10.8%)	(11.5%)	8.6%	5.5%	(8.9%)
Своб. денежный поток	11 909	12 643	12 206	12 755	12 320	3 858	2 864
Рост свободного денежного потока (г/г)	11.9%	6.2%	-3.5%	4.5%	-3.4%	-4.2%	-25.8%
Дивиденды и обратный выкуп акций	(6 116)	(6 868)	(8 739)	(6 498)	(7 747)	(3 877)	(4 050)
Рост дивидендов (г/г)	1.6%	12.3%	27.2%	(25.6%)	19.2%	21.4%	4.5%
Чистая прибыль	8 217	9 356	8 243	(17 872)	3 921	5 683	5 858
Рост чистой прибыли (г/г)	12.8%	13.9%	-11.9%	-316.8%	121.9%	16.3%	3.1%
Валовый долг	60 104	53 665	52 667	50 818	46 247	51 067	48 508
Рост валового долга (г/г)	(0.1%)	(10.7%)	(1.9%)	(3.5%)	(9.0%)	(4.2%)	(5.0%)
Денежные ср-ва и эквиваленты	4 622	4 418	4 863	6 697	7 272	8 384	6 719
Рост денежных ср-в (г/г)	31.6%	-4.4%	10.1%	37.7%	8.6%	60.5%	-19.9%
Чистый долг	55 482	49 247	47 804	44 122	38 975	42 683	41 789
Рост чистого долга (г/г)	(2.0%)	(11.2%)	(2.9%)	(7.7%)	(11.7%)	(11.3%)	(2.1%)
Собственный капитал	86 059	91 207	91 480	67 390	62 574	68 876	64 783
Рост собственного капитала (г/г)	1%	6%	0%	-26%	-7%	-25%	-6%
Показатели долговой нагрузки							
OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	5.63	6.77	6.77	6.52	6.66	6.50	6.13
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	6.85	8.22	8.11	8.01	7.77	7.77	8.16
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	3.93	3.30	3.42	3.10	3.06	3.24	3.06
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	3.63	3.03	3.11	2.69	2.58	2.71	2.63
курс GBP USD							
Среднее значение	1.28	1.38	1.24	1.24	1.28	1.27	1.30
На конец периода	1.37	1.35	1.21	1.27	1.25	1.26	1.37
График погашения долга и запас ликвидности							
Погашение долга, \$млн	6 024	3 758	4 192	4 712	2 385	29 696	
Запас ликвидности на конец 2кв2025, \$млн	16 469						
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	6 719						
Кредитные линии, \$млн	9 750						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance