

Инвестиционная идея по еврооблигациям BRASKEM

24 июля 2024 г.

Основные сведения	
Компания	Braskem S.A.
Тикер еврооблигаций	BRASKM
Страна риска	Бразилия
Сектор	Нефтехимия
Кредитные рейтинги (M/S/F)	- / BB+ Neg / BB+ St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность от удержания (годовых)	7.7%
Выпуск	BRASKM 4.5'28
ISIN	USN15516AB83
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	4.50%
Доходность к погашению	7.19%
Текущая цена	91.89%
Дата погашения	10.01.2028
Объем в обращении	\$1250 млн
Минимальный лот	\$200 тыс

Финансовые показатели, \$ млн	2021	2022	2023
Выручка	19 578	18 688	14 128
EBITDA	5 622	2 047	748
маржа EBITDA, %	28,7%	11,0%	5,3%
Активы	16 601	16 675	18 888
Обязательства	15 488	15 518	18 213
Капитал	1 113	1 157	675
CFO	2 741	1 733	(455)
CFI	(627)	(958)	(871)
CFF	2 107	(795)	(1 362)

Рисунок 1. Ликвидность и график погашения, \$ млн



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 2. G-Spread облигации, б.п.



Источник: Bloomberg

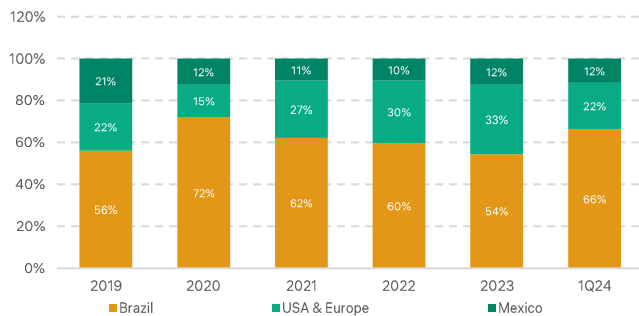
Представляем вашему вниманию еврооблигации производителя базовых химикатов из Бразилии – Braskem S.A. 2028 года погашения. Облигации в настоящее время на рынке торгуются с доходностью к погашению 7.19% годовых, что подразумевает премию в 125-130 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам компаний из нефтехимической отрасли (BB+, BBB-). Повышенная премия за риск вызвана опасениями инвесторов по поводу новых исков со стороны государства. Еще одним риском является тайминг восстановления рынка нефтехимии. По указанным причинам и из-за высокого риска рефинансирования в данный момент мы скептически смотрим на долгосрочные облигации компании, однако нам нравится выпуск 2028-года. По нашему мнению, финансовое положение эмитента, несмотря на сильное снижение спроса и цен на нефтехимические продукты, наблюдавшееся в 2023 году, остается устойчивым. Мы думаем, что компания без проблем справится с погашением данного выпуска, благодаря сильной ликвидности. Размер ликвидности на балансе оценивается в \$4.3 млрд, а сумма погашений до конца 2028 года составляет \$2.5 млрд. Дополнительно, в пользу покупки выступают такие факторы, как (1) сильная позиция компании в глобальной кривой себестоимости, (2) приверженность менеджмента плану по снижению долговой нагрузки. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску BRASKM 4'28 с ожидаемой доходностью за время удержания 7.7% годовых.**

О компании

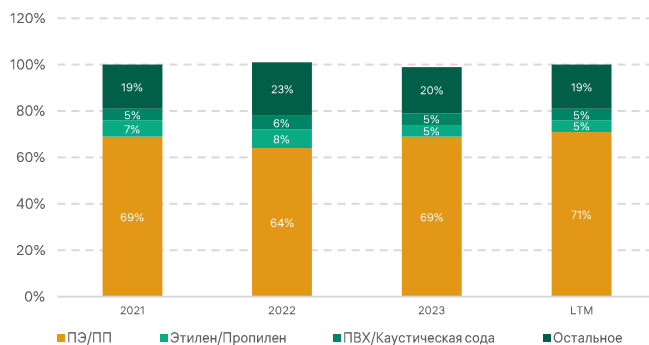
Braskem – крупнейшая интегрированная нефтехимическая компания Южной Америки, которая производит базовые химикаты и полимеры. В качестве сырья в основном используется нефть и этан. Компания владеет пятью заводами по производству полипропилена в США и двумя заводами в Германии. Основной объем продаж приходится на Бразилию, где компания является лидером рынка термопластичных смол. Braskem активно работает на международных рынках и имеет коммерческие офисы в Северной и Южной Америке, Европе и Азии, обслуживая клиентов более чем в 70 странах. Продукция компании широко используется в таких отраслях, как автомобилестроение, строительство и в качестве упаковки в пищевой промышленности. Braskem является публичной компанией. Ее акции торгуются на бразильской B3, а депозитарные расписки – на NYSE. Рыночная капитализация на июль'24 составила \$2 млрд. Крупнейшими акционерами являются Petroleos Brasileiro (государственная нефтяная компания в Бразилии) и Novonor SA (бразильский диверсифицированный холдинг), которые владеют долями в размере 38.3% и 36.1% (50.1% и 47.0% голосующих акций соответственно).

О выпуске.

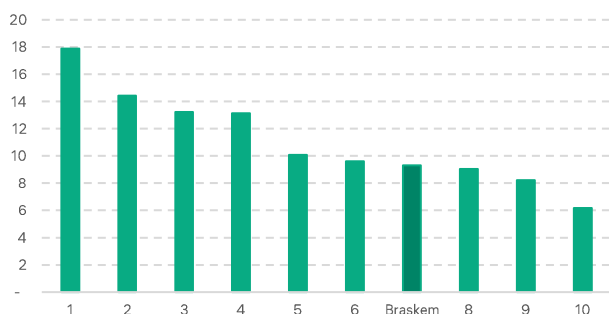
Выпуск BRASKM 4.5'28 является старшим необеспеченным долговым обязательством Braskem Netherlands Finance B.V., которая в свою очередь является дочерней компанией Braskem S.A., и все её обязательства имеют безусловную и безотзывную гарантию от материнской компании. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: с момента выпуска до 10 октября 2027 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) 100% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается

Рисунок 3. Распределение EBITDA по сегментам


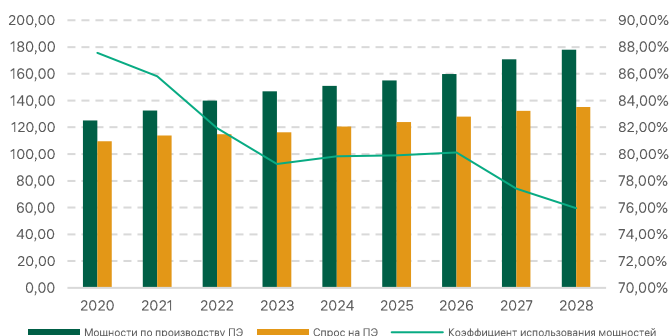
Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 4. Распределение выручки Braskem


Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 5. Топ-10 производителей ПЭ+ПП+ПВХ в мире, млн т/г


Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 6. Спрос и предложение на полиэтилен в мире, млн т/г


Источник: Chemical Market Associates (CMA), расчеты Halyk Finance

следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 б.п., используя конвенцию подсчета дней 30/360). Мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 10 октября 2027 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

Анализ сегментов:

Braskem разделяет свой бизнес на 3 сегмента.

1) **Сегмент Бразилии** – включает в себя производство таких базовых химикатов, как полиэтилен (ПЭ), полипропилен (ПП) и поливинилхлорид (ПВХ). Общая производственная мощность заводов составляет 3 050 тыс. тонн в год. 26.2% от объема производства направляется на экспорт, а остальная часть продается на внутреннем рынке. В данном сегменте, для производства полипропилена Braskem использует 65% пропилена, который производится внутри компании, а оставшиеся 35% закупаются у сторонних поставщиков. По результатам 1кв24 на данный сегмент пришлось 66% от общей EBITDA компании (см на рисунок-3).

2) **Сегмент США и Европы.** Основным продуктом в данном сегменте является полипропилен. Производственная мощность заводов сегмента составляет 2 646 тыс тонн ПП в год. По результатам 1кв24 данный сегмент сгенерировал 22% общей EBITDA компании.

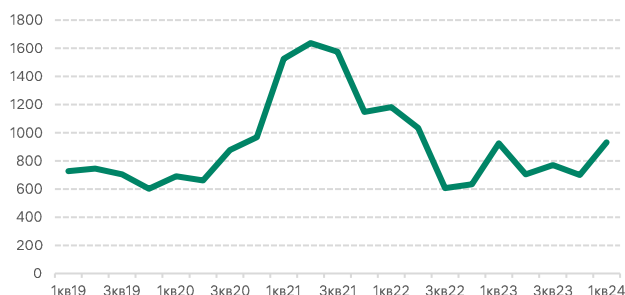
3) **Мексиканский сегмент** является крупнейшим производителем ПЭ в Мексике. Мощность заводов по производству полиэтилена в Мексике составляет 1 050 тыс тонн в год. Доля этого сегмента от квартальной EBITDA компании составила 12%.

Экологическая катастрофа в штате Алагоас. В феврале 2018 года были зафиксированы провалы грунта в результате землетрясения. Причина проседания объясняется воздействием четырех десятилетий разработки почвы для добычи каменной соли, руды, используемой для производства каустической соды и ПВХ. Деятельность компании по добыче каменной соли в этом районе была остановлена в 2019 году. После этого Braskem подписали соглашение в судах штата Алагоас, которое предусматривало выплату более 12 млрд. реалов в качестве компенсации жителям. Ранее размер компенсаций со стороны государственных органов неоднократно менялся. Последний такой инцидент произошел в ноябре 2023 года. Прокуратора штата Алагоас подала дополнительный иск в суд на сумму 1 млрд реалов. На конец 1кв24 г. размер созданных провизий составляет 15.5 млрд реалов (или \$3.1 млрд). Компания выплатила 11.1 млрд. реалов (\$2.22 млрд) из общей суммы провизий с 2018 года. Ситуация, связанная с Алагоас, формирует риски, поскольку обнаружение новых ущербов и подача новых исков может увеличить расходы компании на резерв и, соответственно, привести к росту долговой нагрузки.

Финансовые и операционные результаты медленно восстанавливаются

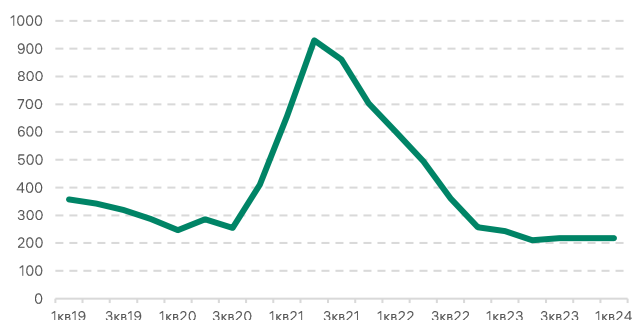
Выручка компании Braskem за 1кв2024 г. снизилась на 3.4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$3.62 млрд. EBITDA составила \$230 млн, что на 12.5% выше результата за аналогичный квартал прошлого. Маржа EBITDA увеличилась до 6.4% по сравнению с 5.5% в 1кв2023 г. Операционный денежный поток (OCF) за первый квартал 2024 года составил \$195 млн, в то время как в 1 квартале 2023 года этот показатель был отрицательным и составлял \$(539) млн. Свободный денежный поток (FCF) также оказался в положительной зоне, составив \$19 млн, по сравнению с \$(763) млн в аналогичном квартале 2023 года. Снижение спроса на полимеры и более узкие спреды в 2023 году ударили по финансовым результатам компании. Основной причиной улучшения в первом квартале 2024 года стало устойчивое восстановление спреда ПЭ, который расширился на 21%. Спреды для ПП и основных химикатов также расширились на 4% и 3%,

Рисунок 7. Динамика усредненного спреда полиэтилен – этан, \$/т



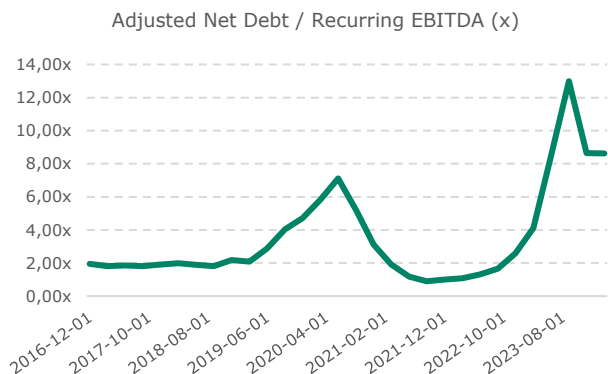
Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 8. Динамика усредненного спреда полипропилен – пропилен, \$/т



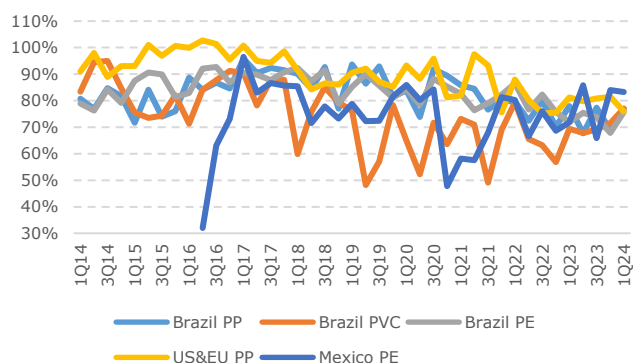
Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 9. Динамика левериджа



Источник: Данные компании

Рисунок 10. Загруженность мощностей (%)



Источник: Данные компании

соответственно. Кроме того, Braskem зафиксировала 19%-ный рост объемов продаж основных химикатов и 7%-ный рост продаж смолы за квартал, что также положительно сказалось на финансовых результатах компании. Согласно медианному консенсус прогнозу от Bloomberg выручка за 2024 год составит \$14.37 млрд, а EBITDA \$1.23 млрд.

Высокая долговая нагрузка, но сильная ликвидность и комфортный график погашения

На конец 1 квартала 2024 года компания Braskem имела валовой долг в размере \$9.3 млрд. Ликвидность составляла \$4.3 млрд, которая включает в себя денежные средства и эквиваленты в размере \$3.3 млрд и открытые кредитные линии в размере \$1 млрд. Таким образом, чистый долг Braskem составлял \$6 млрд. Компания имеет удобный график погашения. Средний срок погашения долга составляет примерно 12 лет, к тому же погашение 63% всего долга приходится на период после 2030 года. Соотношение чистого долга к EBITDA составило 7.96x (по сравнению с 4.20x в 1 квартале 2023 года и 8.09x в 4 квартале 2023 года), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA – 0.13x (по сравнению с 0.26x в 1 квартале 2023 года). Ухудшение этих показателей по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года связано с неблагоприятной ценовой динамикой на рынке нефтехимии в 2023 году. Тем не менее, компания ожидает улучшения показателей в 2024 году в связи с нормализацией нефтехимических спредов. Braskem подтверждает свою приверженность плану по deleverджингу (целью менеджмента является уровень ниже 3.0x) и придерживается консервативной дивидендной политики. Ожидается, что к концу года леверидж может составить 4.8x.

Рейтинговые агентства о Braskem:

Fitch

Рейтинг BB+ (прогноз «негативный»). Fitch отмечает, что нефтехимическая отрасль сталкивается с трудностями из-за медленной динамики мировой экономики, неопределенных геополитических событий и избыточного производства. Спреды могут оставаться узкими до 2027 года, сдерживая новые инвестиции. Braskem занимает лидирующие позиции на рынке с надежными операциями по всему миру, компания находится во втором квартале глобальной нефтехимической кривой затрат и является эталоном в области устойчивого развития, производя зеленый полиэтилен. Fitch признает, что нефтехимический сектор волатилен, но Braskem обладает устойчивостью и стратегическим потенциалом для решения своих проблем.

S&P Global

Рейтинг BB+ (прогноз «стабильный»). S&P в своем отчете отмечает, что из-за сложных условий в нефтехимической отрасли в 2023 году, восстановление спредов займет больше времени, чем ожидалось ранее. Стабильный прогноз отражает ожидания агентства, что Braskem снизит долговую нагрузку, доведя соотношение долг/EBITDA до уровня около 4.0x или ниже к 2025 году и стабильно удерживая его ниже этого уровня в дальнейшем. Это будет результатом постепенного улучшения условий в отрасли и мер компании по укреплению прибыльности и генерации денежных потоков.

Риски:

– Сужение нефтехимических спредов может привести к снижению денежного потока и, соответственно, ухудшению кредитного качества.

– Продолжение низкого спроса и избыток мощностей могут привести к дальнейшему снижению цен и маржи, что негативно отразится на финансовых результатах компании.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023	1Q24
Выручка	13 263	11 355	19 578	18 688	3 743	14 128	3 618
Валовая прибыль	1 684	2 175	5 942	2 199	190	605	244
Валовая маржа%	12,7%	19,2%	30,3%	11,8%	5,1%	4,3%	6,8%
EBITDA	1 505	2 129	5 622	2 047	205	748	230
EBITDA маржа%	11,3%	18,7%	28,7%	11,0%	5,5%	5,3%	6,4%
Процентные расходы (нэтом)	(766)	(837)	(756)	(715)	(187)	(783)	(194)
Опер. денежный поток	574	1 221	2 741	1 733	(539)	(455)	195
Капитальные расходы	(680)	(535)	(634)	(939)	(224)	(907)	(176)
Своб. денежный поток	(106)	685	2 107	795	(763)	(1 362)	19
Дивиденды и обратный выкуп акций	(170)	(0)	(1 111)	(261)	(0)	(1)	(0)
Чистая прибыль	(734)	(1 361)	2 588	(159)	47	(979)	(281)
Валовый долг	7 932	8 690	6 860	7 567	8 413	9 505	9 263
Денежные ср-ва и эквиваленты	1 854	3 190	1 865	2 382	2 846	3 620	3 269
Чистый долг	6 077	5 500	4 995	5 185	5 567	5 886	5 994
Собственный капитал	979	(744)	1 113	1 157	1 413	675	472
Показатели долговой нагрузки							
OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	2,20	3,39	7,07	4,64	2,93	0,60	1,59
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	2,65	4,01	10,52	3,64	2,24	1,05	1,01
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	5,27	4,08	1,22	3,70	6,35	12,70	12,31
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	4,04	2,58	0,89	2,53	4,20	7,87	7,96
Темпы роста в %							
Рост выручки (г/г)	-16,4%	-14,4%	72,4%	-4,5%	-31,1%	-24,4%	-3,4%
Рост EBITDA (г/г)	-50,4%	41,5%	164,1%	-63,6%	-77,9%	-63,4%	12,5%
Рост чистого долга (г/г)	21,5%	9,6%	-21,1%	10,3%	18,0%	25,6%	10,1%
Метрики левериджа							
DOL	2,81	3,18	1,55	2,28	1,74	2,53	2,25
DFL	3,01	-37,55	1,34	4,61	0,90	-0,42	14,35
DTL	8,45	-119,32	2,08	10,49	1,57	-1,06	32,27
Ключевые операционные метрики							
Производство ПП в Бразилии, тыс тонн	1 592	1 639	1 569	1 512	356	1 350	354
Загруженность мощностей	87%	89%	85%	82%	78%	73%	77%
Производство ПЭ в Бразилии, тыс тонн	1 592	1 639	1 569	1 512	356	1 350	354
Загруженность мощностей	88%	85%	84%	80%	72%	72%	76%
Производство ПП в США и Европе, тыс тонн	1 912	1 930	2 040	2 299	530	2 136	498
Загруженность мощностей	87%	86%	89%	87%	81%	81%	76%
Производство ПЭ в Мексике, тыс тонн	808	801	780	696	186	807	218
Загруженность мощностей	77%	76%	74%	66%	72%	77%	83%
Курс USD BRL							
Среднее значение	3,95	5,16	5,40	5,16	5,19	4,99	4,95
На конец периода	4,03	5,20	5,58	5,28	5,06	4,86	5,01
График погашения долга и запас ликвидности							
Погашение долга, \$млн	119	132	368	464	1 405	580	5 406
Запас ликвидности на конец 1кв2024 года, \$млн	4 269						
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	3 269						
Кредитные линии, \$млн	1 000						

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

© 2024 г., 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».

© 2024 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
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance