

Инвестиционная идея по еврооблигациям ICBPIJ 3.398'31 & ICBPIJ 3.541'32

12 июня 2024 г.

Кыстаубаев Куаныш
k.kystaubaev@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	Indofood
Тикер еврооблигаций	ICBPIJ
Страна риска	Индонезия
Сектор	Продукты питания
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Baa3 Pos / - / BBB- Pos

Основные сведения по выпуску	
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность от удержания (годовых)	6,00%
Выпуск	ICBPIJ 3.398'31
ISIN	XS2349180104
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	3,398%
Доходность к погашению	5,600%
Текущая цена	87,44%
Дата погашения	09.06.2031
Объем в обращении	\$1150 млн
Минимальный лот	\$200 тыс

Основные сведения по выпуску	
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность от удержания (годовых)	6,80%
Выпуск	ICBPIJ 3.541'32
ISIN	XS2399787899
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	3,541%
Доходность к погашению	5,65%
Текущая цена	86,75%
Дата погашения	27.04.2032
Объем в обращении	\$600 млн
Минимальный лот	\$200 тыс

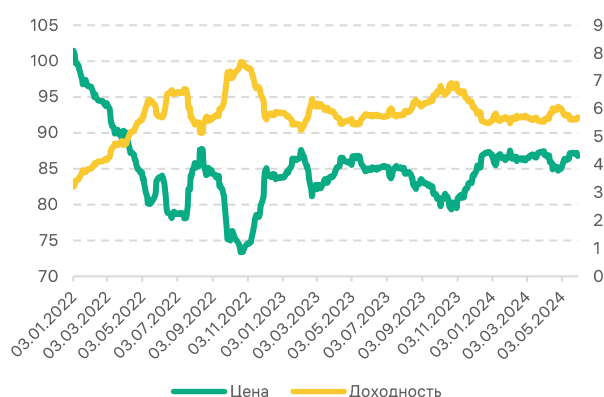
Инвестиционный тезис.

Представляем вашему вниманию еврооблигации производителя потребительских товаров из Индонезии – Indofood 2031/32 года погашения. Облигации в настоящее время на рынке торгуются с доходностью к погашению 5.6% и 5.65% годовых (mid YTM), что подразумевает премию в 42 и 44 базисных пунктов к аналогичным суверенным долгам Индонезии (BBB-). Присутствие премий в облигациях обусловлена валютным риском и географической концентрацией. Однако мы не видим в данный момент угрозу девальвации по индонезийскому рупию. Компания имеет стабильное финансовое положение и сектор, к которому она относится является контрциклическим. Существует вероятность, что компания может объявить тендер-оффер по своим облигациям, поскольку они торгуются сильно ниже номинала. Дополнительно в пользу покупки выступают такие факторы, как (1) отсутствие крупных погашений в ближайшее время, (2) низкая долговая нагрузка и (3) сильный ликвидный профиль. По обоим выпускам в нашем базовом сценарии, мы ожидаем сокращения G-спреда на 50 бп. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску ICBPIJ 3.398'31 с ожидаемой доходностью за время удержания 6.0% годовых. Также мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску ICBPIJ 3.541'32 с ожидаемой доходностью за время удержания 6.8% годовых.**

О компании.

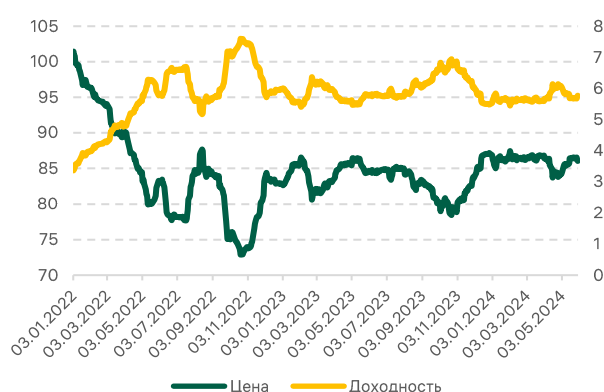
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP или Indofood) является ведущим игроком на рынке потребительских брендовых продуктов в Индонезии. Компания производит и продает такие продукты, как лапша быстрого приготовления, молочные продукты, закуски, приправы, а также напитки. Многие продуктовые бренды, которые принадлежат компании, являются лидерами на рынке и обладают высокой узнаваемостью в соответствующих категориях. Компания владеет более чем 60 фабриками в Индонезии. Также она экспортирует свои продукты по всему миру. Компания предлагает повседневные пищевые продукты и напитки для потребителей всех возрастов во всех сегментах рынка с более чем 30 ведущими брендами продуктов. Многие из этих брендов занимают значительные доли рынка в Индонезии. В частности, Indomie, флагманский бренд лапши быстрого приготовления компании, вырос до

Рисунок 1. Динамика доходности и цены (ICBPJ 3.398'31)



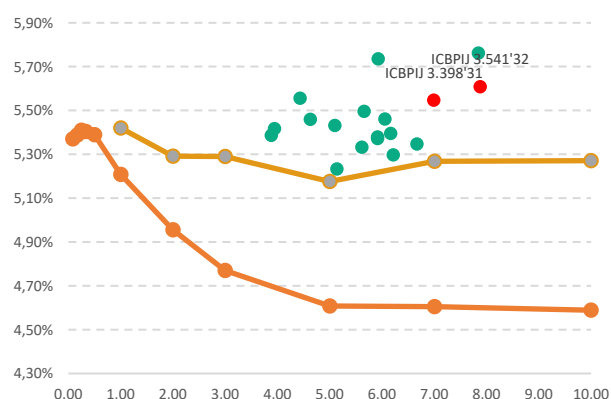
Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика доходности и цены (ICBPJ 3.541'32)



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Корпоративные IG-облигации Индонезии, кривая доходности суверенных облигаций Индонезии, Кривая UST



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

международного бренда с лидерством на рынке, выходящим за пределы Индонезии.

Компания провела IPO в 2010 году на Индонезийской фондовой бирже под торговым символом «ICBP». По состоянию на июнь 2024 года рыночная капитализация составляла 123 трлн IDR (или \$7.5 млрд). Крупнейшим акционером ICBP является Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), которому принадлежит 80.56% всего пакета акций, а остальная доля находится в свободном обращении.

Сегменты.

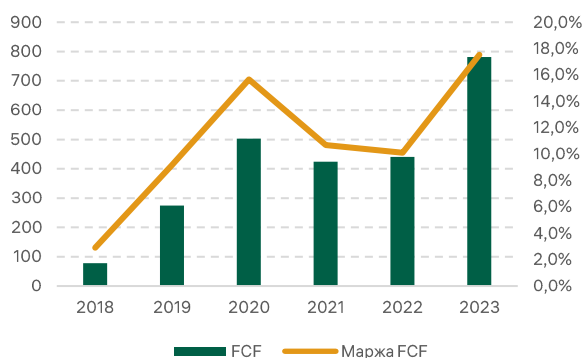
Indofood разделяет свой бизнес на 6 операционных сегмента. 1) **Сегмент лапши быстрого приготовления**, на которую приходится около 73% всей выручки по итогам 2023 года. Флагманская лапша «Indomie» – была признана самой популярной во всем мире в 2023 году согласно «Kantar Brand Footprint». Продукты данного сегмента продаются более чем в 100 странах, а на рынках Египта, Турции, Марокко, Нигерии и Саудовской Аравии занимают лидирующие позиции. Производственная мощность ICBP выросла на 5% г/г и теперь составляет 36 млрд штук в год.

2) **Сегмент молочных продуктов** управляется компанией Indolacto, где у ICBP есть доля в размере 68.8%. Компания владеет 7 заводами, которые расположены на острове Ява. Годовая производственная мощность составляет более 900 тыс. тонн. Indolacto является одним из ведущих производителей молочной продукции в Индонезии с широким спектром продуктов, включающим стерилизованное молоко, сладкий сгущенный крем, пастеризованное молоко, молочные напитки, сухое молоко, мороженое и масло. На данный сегмент пришлось 13% от всей выручки компании в 2023 году.

3) **Сегмент закусок** (6% от общей выручки). Владеет тремя заводами на острове Ява, обладающими совокупной ежегодной производственной мощностью более 55 тыс. тонн. Производят широкий спектр современных и обновленных традиционных закусок из картофеля, кассавы, кукурузы и сои, а также экструдированные закуски. «Chitato» и «Qtela» являются двумя флагманскими брендами. «Chitato» является ведущим брендом картофельных чипсов в Индонезии, присутствующим на рынке более тридцати лет. Qtela – это главный бренд традиционных закусок с успешной историей более 15 лет.

4) **Сегмент пищевых приправ** (4% от всей выручки) – специализируется на производстве широкого ассортимента кулинарных продуктов, включая разные приправы, соевый соус, соус чили, томатный соус и бульон для супов. Эти продукты продаются под брендами «Indofood» и «Indofood Racik». Данный сегмент также производит коктейльные сиропы под брендом «Indofood Freiss». Все продукты производятся на трех заводах, расположенных на Яве, с

Рисунок 4. Показатель FCF и маржа FCF в динамике



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

общей ежегодной производственной мощностью около 230 тыс. тонн.

5) **Сегмент детского питания и специальных продуктов** (2% от общей выручки) – является ведущим производителем детского питания в Индонезии. Данный сегмент производит и продает мюсли, рисовые шарики, печенье и пудинги, а также макароны для детей, порошкообразные напитки, молоко для беременных и кормящих матерей. Данные заводы расположены на острове Ява и имеют ежегодную производственную мощность около 25 тыс. тонн.

6) **Сегмент напитков** (2% от общей выручки) – управляется PT Anugerah Indofood Barokah Makmur, дочерней компанией ICBP, которая контролирует 99,9% долей в компании. Этот сегмент производит широкий спектр напитков, включая чай, воду, фруктовые напитки, которые реализуются под брендами «Ichi Ocha», «Club» и «Fruitamin». Эти продукты производятся на 17 заводах по всей Индонезии и обладают общей ежегодной производственной мощностью около 3 млрд литров.

О выпусках облигаций.

Оба выпуска являются несубординированными и необеспеченными. В проспектах есть пункт, который запрещает компании и ее дочерним организациям (1) выпускать какие-либо старшие финансовые обязательства, (2) использовать активы компании для обеспечения других обязательств, что позитивно для инвестора. Также у держателя облигаций есть право потребовать обратный выкуп по 101% от номинала при смене контроля над компанией. Материнская компания имеет кредитное качество лучше (ND/EBITDA – 0.91x, EBITDA/interest expense – 7.63x), чем ее дочерняя, но проспекты облигаций не содержат кросс-дефолт провизий на ее обязательства. Однако (1) они имеют тесные операционные и стратегические связи, (2) ICBP генерирует около 70% консолидированной EBITDA для INDF и является неотъемлемой частью бизнеса. По этим причинам мы оцениваем вероятность помощи со стороны материнской компании, как высокую. Оба выпуска имеют встроенный колл-опцион, который действует за 6 месяцев до погашения выпусков и дает право эмитенту погасить досрочно свои обязательства по 100% от номинала. Данная функция не несет существенного риска для инвестора, поскольку опционы активизируются ближе к дате погашения. Обе бумаги имеют провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: с момента выпуска эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) 101% от номинала или (2) суммы приведенной стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент объявления выкупа +25 бп). Если компания воспользуется данным

условием, то она будет вынуждена выкупить свои облигации по цене сильно выше от номинала. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую.

Финансовые результаты умеренно улучшаются.

Выручка ICBP за 1кв2024 г. выросла на 0.7% г/г и составила \$1.27 млрд. Валовая маржа улучшилась на 180 бп г/г и оказалась на уровне 38.2%. EBITDA тоже показала рост на 28.2% по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года и составила \$312 млн, а маржа EBITDA увеличилась на 3.8% и достигла 24.7%. За 1кв2024 г. все сегменты продемонстрировали рост, кроме сегмента молочных продуктов. Операционный денежный поток (OCF) за последний квартал составил \$101 млн (против \$171 млн в 1кв2023 г.). OCF снизился во многом из-за роста чистого рабочего капитала и более высоких платежей по налогам. Свободный денежный поток (FCF) ушел в отрицательную зону с результатом \$(18) млн. В целом, компания имеет хорошую историю генерации свободного денежного потока (см. рис. 4). С начала 2020 года ICBP сгенерировала кумулятивный FCF (после дивидендов) в размере \$1.2 млрд.

Низкая долговая нагрузка, сильный профиль ликвидности и удобный график погашения.

Валовый долг ICBP на конец 1кв2024 г. составил \$2.8 млрд (включая обязательства по лизингу), а чистый долг составил \$1.4 млрд. Почти весь основной долг представлен еврооблигациями, выпущенными в 2021 году. Долговая нагрузка на 96% выражена в твердой валюте и это является главным риском, поскольку компания зарабатывает в местной валюте. Однако валютный риск частично нивелируется тем, что часть выручки (около 27%) компания зарабатывает за пределами Индонезии. Более того, консенсус прогноз от Bloomberg по паре IDR/USD на 2024/25 гг. находится на уровне 15800 и 15000 за \$1 соответственно, то есть не предполагается ослабление курса индонезийской рупии к USD. Indofood имеет очень комфортный график погашения – до конца текущего года к погашению подлежит \$46 млн от общего долга, а до конца 2030 года всего \$112 млн. Левэридж компании находится на отметке 1.45x (против 1.55x в конце 2023 года) – с конца прошлого года он немного снизился и находится на довольно комфортном уровне для компании. Соотношение EBITDA к процентным расходам составляет 4.7x, а скорректированный операционный денежный поток превышает выплачиваемые проценты в 8.2 раза, то есть способность обслуживания долга компании также находится на комфортном уровне.

Ликвидность на конец периода насчитывала чуть больше \$1.4 млрд, которая в основном состоит из денежных средств и их эквивалентов в размере \$1.3 млрд, а остальная часть находится на балансе компании в виде краткосрочных инвестиций. 70% денежных средств и эквивалентов выражены в IDR, а остальная часть в иностранной валюте.

Почти вся ликвидность размещена в депозитах с плавающей ставкой, доходность по которым варьируется в пределах 5.25%-6.5% годовых, а по депозитам в иностранной валюте 4.75%-5.6% годовых. Основным вопросом на данный момент является то, куда компания направит свою ликвидность. Если же менеджмент компании решит направить средства на выплату экстраординарных дивидендов, выкуп собственных акций или на сделки M&A, то это однозначно негативно скажется на кредитном качестве компании. Со стороны менеджмента не было никаких комментариев по этому поводу. Однако, существует вероятность того, что компания может направить свою ликвидность на ранний выкуп своих долговых обязательств. Это не лишено смысла, поскольку еврооблигации компании торгуются с высокой доходностью и несколько ниже номинала, в то время как участники рынка ожидают снижения ключевой ставки ФРС.

Рейтинговые агентства о Indofood.

Moody's

Рейтинг ВааЗ (прогноз: «положительный» от 7-февраля 2024 года). Кредитное агентство отмечает сильные рыночные позиции и возможность транслировать свои расходы на клиентов. Также оно обращает внимание на лидирующий статус компании на всех рынках, где она присутствует, как самого большого производителя лапши быстрого приготовления. Помимо вышеописанного, в пользу рейтинга выступают такие факторы, как сильная ликвидность компании, низкий леверидж и финансовая дисциплинированность менеджмента в процессе делевериджинга.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз: «позитивный» от 17-мая 2024 года). Fitch связывает рейтинг ICBP с рейтингом INDF ее материнской компании. Отмечает высокую мотивацию материнской компании оказать помощь при необходимости ввиду тесных стратегических и операционных связей. Это выступает позитивным фактором, если учесть, что леверидж материнской компании ниже, а кредитное качество лучше.

Риски:

- Высокая волатильность на товарных рынках может привести к существенному росту расходов компании и ухудшению финансовых результатов;
- Агрессивные сделки M&A и/или байбеки за счет долгового финансирования могут привести к ослаблению кредитного качества.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1кв2024
Выручка	2 696	2 991	3 210	3 973	4 357	4 454	1 265
Валовая прибыль	861	1 018	1 186	1 419	1 465	1 648	483
Валовая маржа%	31,9%	34,1%	36,9%	35,7%	33,6%	37,0%	38,2%
EBITDA	453	523	633	817	899	944	312
EBITDA маржа%	16,8%	17,5%	19,7%	20,6%	20,6%	21,2%	24,7%
Процентные доходы (расходы), нетто	6	9	66	(125)	(400)	(35)	(95)
Опер. денежный поток	327	523	643	559	592	814	101
Капитальные расходы	(248)	(248)	(140)	(134)	(151)	(33)	(116)
Своб. денежный поток	78	275	503	425	441	781	(15)
Дивиденды и обратный выкуп акций	(189)	(119)	(215)	(254)	(238)	(212)	(17)
Чистая прибыль	321	356	453	448	308	458	149
Валовый долг	76	137	2 257	2 929	2 955	2 857	2 838
Денежные ср-ва и эквиваленты	368	603	679	1 450	1 021	1 409	1 434
Чистый долг	(291)	(466)	1 579	1 479	1 934	1 449	1 403
Собственный капитал	1 578	1 923	3 606	3 855	3 692	4 034	4 073

Показатели долговой нагрузки

OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	45,81	59,61	18,50	9,30	6,20	8,52	8,19
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	28,59	45,84	13,72	5,94	2,16	7,11	4,69
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	0,17	0,26	3,45	3,58	3,44	3,06	2,94
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	(0,65)	(0,87)	2,41	1,81	2,25	1,55	1,45

Темпы роста в %

Рост выручки (г/г)	10,9%	7,3%	23,8%	9,6%	2,2%	0,7%
Рост EBITDA (г/г)	15,6%	21,0%	28,9%	10,2%	12,5%	5,6%
Рост чистого долга (г/г)	59,9%	-438,8%	-6,3%	30,8%	-25,1%	-21,7%

курс USD BRL

Среднее значение	14 250	14 143	14 529	14 297	14 874	15 248	15 744
На конец периода	14 390	13 866	14 050	14 253	15 568	15 397	15 855

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025-2030	2031	2032	2052
Погашение долга, \$млн	46	66	1 150	600	400
Запас ликвидности на конец 1кв2024 года, \$млн	1 434				
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	1 434				
Кредитные линии, \$млн	-				

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
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance