

Инвестиционная идея по еврооблигациям JBSSBZ 5.125 '28

4 апреля 2024 г.

Мухтаров Батуржан
b.mukhtarov@halykfinance.kz
Кыстаубаев Куаныш
k.kystaubae@halykfinance.kz

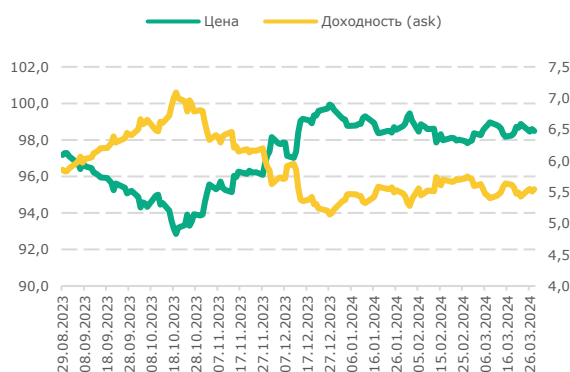
Основные сведения

Компания	JBS S.A.
Тикер еврооблигаций	JBSSBZ 5.125 02/01/28
Страна риска	США
Сектор	Продукты питания и напитки
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Вaa3 Ng / BBB Ng / BBB St
Рекомендация	Держать до погашения
Целевая доходность от удержания (годовых)	5.53%
Риск-профиль	Сбалансированный
Выпуск	JBS US 5.13'28
ISIN	US46590XAZ96
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Доходность к погашению	5.53%
Купон	5.13%
Текущая цена	98.63%
Дата погашения	01.02.2028
Объем в обращении	\$879.3 млн
Минимальный лот	\$2 тыс

Финансовые показатели,

\$млн	2021	2022	2023
Выручка	64 998	72 571	72 837
Операционная прибыль	5 963	4 758	1 062
EBITDA	8 462	6 647	3 433
EBITDA маржа%	13.02%	9.16%	4.71%
Процентные расходы (нэтом)	(941)	(1 230)	(1 351)
Опер. денежный поток	4 669	3 374	3 403
Капитальные расходы	(1 793)	(2 182)	(1 509)
Своб. денежный поток	2 876	1 192	1 894
Дивиденды и обратный выкуп акций	(3 341)	(1 757)	(450)
Чистая прибыль	3 804	3 137	(146)

Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

- JBS — является одной из самых крупных мясоперерабатывающих компаний в мире: большой размер и контрициклический характер бизнеса делают её устойчивой к турбулентностям на рынке;
- Существует риск ухудшения кредитного качества, но комфортный график погашения и высокая ликвидность, по нашему мнению, делают выпуск относительно безопасным;
- Финансовые результаты ухудшаются на фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры, однако компания продолжает генерировать положительный FCF;
- Выпуск JBSSBZ 5.125'28 предлагает премию к облигациям компаний-аналогов в размере 25–30 бп.

О компании

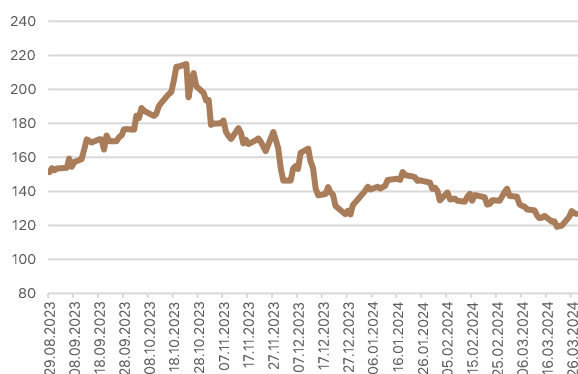
JBS — крупнейшая мясоперерабатывающая компания в мире. Занимает первое место в мире по переработке и продаже говядины и мяса птицы, а также второе место по производству свинины. Помимо свежего и переработанного мяса, JBS предлагает вареное и консервированное мясо, готовые блюда, а также шкуры и молочные продукты. В портфель её брендов входит Seara, Pilgrim's Pride, Primo, Moy Park, Swift, Doriana, Delícia и Friboi. Компания имеет более 500 производственных подразделений и коммерческих офисов на пяти континентах и в более чем 20 странах. География продаж включает в себя: США (49%), Азия (14%), Бразилия (13%), Европа (9%), Мексика (5%), Канада (3%), Австралия (3%), Африка и Ближний Восток (3%), Латам (1%).

Бизнес компании разделен на 6 сегментов: **JBS Brasil** (доля EBITDA 13.6%) — данный сегмент включает в себя производство говядины и кожи в Бразилии; **Seara** (доля EBITDA 10.5%) — переработка птицы и свинины, а также производство готовых продуктов питания в Бразилии; **JBS Beef North America** (доля EBITDA 3.3%) — производство говядины в США и Канаде; **JBS USA Pork** (доля EBITDA 15.2%) — переработка свинины и производство готовых продуктов в США.; **Pilgrim's Pride** (доля EBITDA 44.6%) — переработка птицы и свинины, а также производство готовых пищевых продуктов в США, Европе, Мексике и Пуэрто-Рико; **Australia** (доля EBITDA 13.1%) — производство говядины, баранины, свинины и рыбы в Австралии и Новой Зеландии.

Ключевые акционеры JBS и корпоративная структура

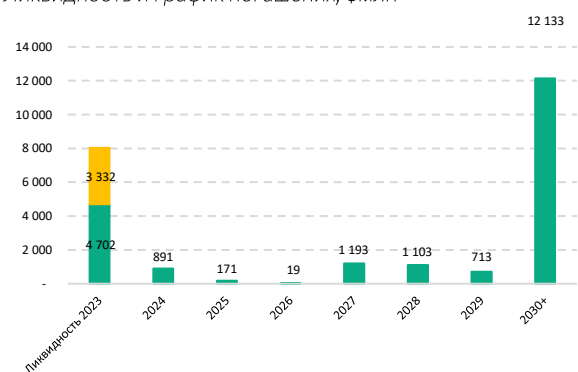
Крупнейшими акционерами являются J&F and JBS Participações (доля владения 48.48%, конечный бенефициар этих компаний - J&F Investimentos), BNDESPar (доля владения 20.81%), Capital Research and Management Company (доля владения 5.02%). J&F Investimentos — бразильский инвестиционный холдинг, контролируемая братьями Батиста. BNDESPar — корпорация, зарегистрированная в соответствии с законодательством Бразилии, является дочерней компанией, находящейся в полной собственности Бразильского банка экономического и социального развития, который, в свою очередь, полностью принадлежит федеральному правительству Бразилии. Capital Research and Management Company — американская компания по управлению активами. Около 64% акций находится в свободном обращении. JBS является публичной компанией, а её акции торгуются на Бразильской бирже B3 (под тикером JBSS3) и ADR (тикер: JBSAY) торгуются на OTC. Рыночная капитализация на апр'24 составляла \$50 млрд.

JBS S.A. является холдингом для 337 дочерних компаний. Девятью из них JBS владеет прямо, а остальными косвенно. Эмитентами выпуска JBSSBZ 5.125'28 выступили следующие организации: JBS USA Holding Lux S.à r.l. (JBS USA), JBS USA Food Company (JBS USA Food), JBS Luxembourg Company S.à r.l., а гарантами выступили: JBS S.A. (Холдинг), JBS Global Luxembourg S.à r.l. and JBS Global Meat Holdings Pty. Limited. Надо отметить тот факт, что некоторые



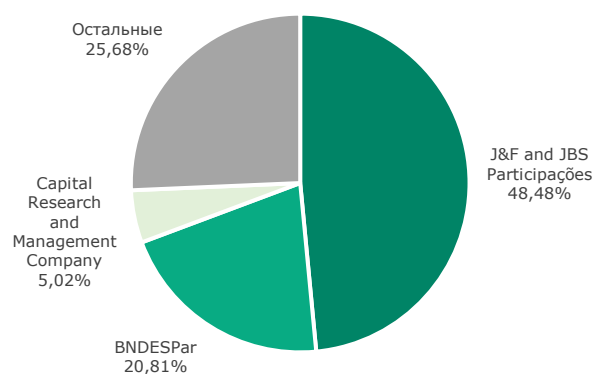
Источник: Bloomberg

Ликвидность и график погашения, \$млн



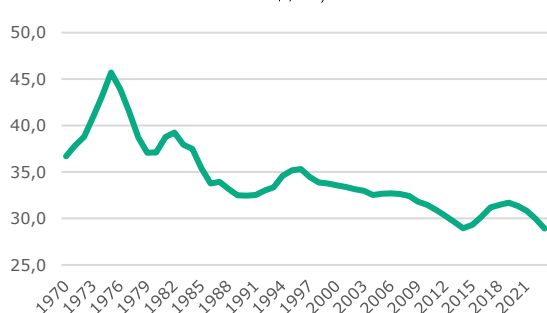
Источник: Bloomberg

Структура акционеров JBS S.A.



Источник: 20-F (на 15-марта 2024 года)

Количество поголовья скота для убоа



Источник: USDA

дочерние компании холдинга не включены в список гарантов. Для бизнеса Pilgrim's Pride и сегмента Австралии выпуск не имеет кросс-дефолт провизий. Однако, все бизнес-подразделения под холдингом имеют высокую синергию и тесные операционные связи, что повышает шансы помощи со стороны материнской компании (JBS S.A.) в случае необходимости, хоть у них и нет на это никаких юридических обязательств. Если посчитать долговую нагрузку JBS S.A. без учета вышеуказанных компаний, то она выглядит не такой уж и высокой: чистый скорректированный долг без учета долга PPC составит \$7.2 млрд, а EBITDA без учета сегмента Австралии и PPC составит \$1.5 млрд. Таким образом, если даже не учитывать долговую нагрузку non-guarantor дочерних компаний, то мы получим долговую нагрузку в размере 4.8x.

Финансовые результаты ухудшаются на фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры, однако компания продолжает генерировать положительный FCF (свободный денежный поток)

По итогам 2023 года выручка группы JBS S.A. выросла на 0.4% г/г до \$75 млрд. EBITDA упала на 48.4% г/г и оказалась на уровне \$3.4 млрд, а маржа EBITDA снизилась на 440 бп и составила 4.7% (против 9.2% в 2022 году). Слабые результаты сегментов в США стали главной причиной ухудшения финансовых результатов в 2023 году. За последний год денежный поток от операционной деятельности составил \$2.3 млрд (против \$2.6 млрд в 2022 году), а свободный денежный поток оказался на уровне \$793 млн, что больше почти вдвое, чем было в 2022 году. Сокращение чистого рабочего капитала помогло компании сохранить солидный уровень денежного потока несмотря на ухудшение финансовых показателей. Медианный консенсус прогноз от инвестдомов по FCF на 2024 год составляет \$900 млн. До полного восстановления сектора ожидается, что компания будет тратить FCF на сокращение долговой нагрузки.

Высокая долговая нагрузка, но сильная ликвидность и комфортный график погашения

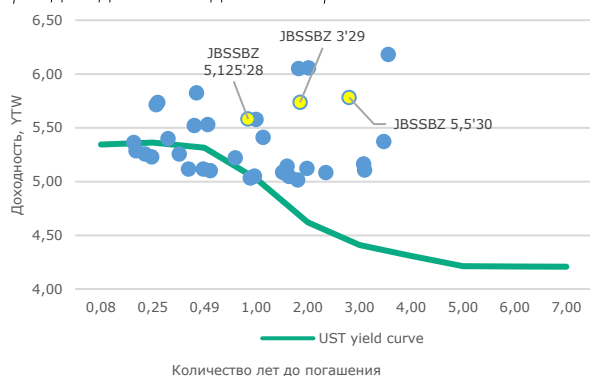
На конец 2023 года объем валового долга составил \$21.6 млрд, а чистый долг находился на уровне \$16.3 млрд. Компания на конец периода имела ликвидность в размере \$8 млрд, которая на \$4.7 млрд состояла из денежных средств и открытых кредитных линий на сумму \$3.3 млрд. Долг компании на 86% выражен в долларах, а оставшая часть номинирована в бразильских реалах, но за счет того, что 87% своей выручки JBS зарабатывает за пределами Бразилии, она почти не имеет валютных рисков. Кроме того, JBS имеет очень комфортный график погашения – сумма погашений до 2028 года (вкл.) составляет \$3.4 млрд. С учетом имеющейся ликвидности и ожидаемого положительного FCF, мы не ожидаем возникновения проблем с погашением долгов у компании на горизонте рекомендации.

Долговая нагрузка (соотношение чистого долга к EBITDA) по итогам года составила 4.98x (против 2.49x в конце 2022 года), что является довольно высоким значением для компаний с инвестиционным рейтингом. Однако, большой размер и сильные рыночные позиции компании делают её устойчивой к неблагоприятным рыночным трендам. На последнем звонке с инвесторами, менеджмент компании заявил, что будет выполнять план по делевереджингу, согласно которому соотношение чистого долга к EBITDA должно составить 3.25x к концу 2024 года, что тоже выступает в качестве позитивного фактора. По заявлениям менеджмента, ожидается, что вплоть до полного восстановления сектора компания будет тратить FCF на сокращение долговой нагрузки.

Анализ сектора:

Хоть и принято считать, что сектор еды является контрциклическим, рынок крупнорогатого скота имеет свои циклы. Однако, они могут не коррелировать с бизнес-циклами. Полный цикл на этом рынке может длиться до 12 лет. Все это связано с тем, что срок его разведения до готовности для убоа составляет около двух лет (у свиней он в 4 раза меньше). Сокращение или увеличение поголовья скота фермерами занимает намного больше времени. Помимо цены на говядину, есть несколько факторов, которые влияют на решение фермеров по поводу экспансии/контракции. Например, количество поголовья в моменте, стоимость корма, погодные условия и т.д.

Сочетание нескольких факторов привели к тому, что в США цены на живой скот растут. Из-за пиковых цен на углеводороды в 2021-2022 годах, компаниям, которые производят удобрение, пришлось поднять свои цены. Как следствие,

Карта доходности бондов с сектора F&B


Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

данный факт привел к удорожанию зерновых культур, а это, в свою очередь, вкупе с засухой увеличило себестоимость разведения скота. В ответ на снижение маржи, фермеры начали сокращать поголовье, и цена на скот начала расти. Производители говядины попросту не могут полностью переложить выросшие расходы на конечных потребителей. Это связано с тем, что эластичность спроса довольно высокая, поскольку говядина имеет более дешевые аналоги в виде свинины и курятины.

Рынок США. Циклический спад продолжает давить на маржу

США является самым крупным рынком для JBS (около 50% выручки), но в данный момент он переживает циклический спад. Сегмент говядины в США находится под большим давлением. Котировки на говядину выросли в 2023 году (на 4.4% г/г), но на крупнорогатый скот выросли еще сильнее (на 21.6%), а это самая большая статья в структуре себестоимости (около 86%) у производителей говядины. USDA (Министерство сельского хозяйства США) ожидает дальнейшего снижения поголовья скота и, соответственно, роста цены в 2024 году. Согласно их прогнозам от февраля 2024 года, средняя цена на крупнорогатый скот вырастет на 14% г/г в предстоящем году. Удорожание крупнорогатого скота будет дальше давить на маржу в сегменте JBS Beef North America. Полное восстановление сектора ожидается к концу 2025 года. По свинине, ожидается, что цена будет на 3% выше г/г по итогам 2024 года, а объемы производства вырастут на 2.3%, что позитивно для сегмента JBS USA Pork. По курятине наблюдается схожая картина: прогноз от USDA предполагает рост цены на 2.4% г/г, что также позитивно для сегмента PPC.

Бразилия и Австралия. Дно пройдено, прогнозы положительные.

Бразилия так же, как и Австралия успешно пережила циклический спад, дно которого пришлось на конец 2021 и начало 2022 годов. На данный момент цены на белковые продукты стабилизировались, себестоимость начала падать, а маржа начала расти. На последнем звонке с инвесторами менеджмент компании не дал точных прогнозов по поводу перспектив выручки и маржи, но заверил, что у них положительный взгляд на предстоящий год по всем рынкам кроме США.

Риски:

- Невыполнение плана по сокращению долговой нагрузки может привести к ухудшению кредитного профиля и расширению спредов;
- Агрессивные M&A или байбеки, которые приведут к существенному росту долговой нагрузки, могут ухудшить кредитное качество компании;
- Пересмотр ожиданий (в сторону ухудшения) по восстановлению рынка США могут привести к расширению спредов;

Рейтинговые агентства о JBS S.A.

Moody's отмечает, что изменение прогноза на негативный отражает более слабые финансовые показатели JBS USA за последние три квартала 2023 года, а также других соответствующих сегментов, таких как Pilgrim's Pride и Seara, на которые в совокупности приходилось около 65% общего показателя EBITDA в 1П2023. Несмотря на это рейтинговое агентство отмечает, что JBS обладает хорошей ликвидностью для выполнения своих финансовых обязательств и удовлетворения потребностей в капитальных затратах. Ожидается снижение капитальных затрат после завершения расширения производства на Seara, что поможет поддержать положительный свободный денежный поток в 2024 году и более высокую маржу на внутреннем рынке.

S&P в своем отчете отмечает, что негативный прогноз по рейтингу JBS по глобальной шкале по-прежнему отражает пик леввериджа компании, превышающий ожидаемый триггер для текущего рейтинга, и то, что они могут понизить его, если будут считать, что левверидж будет оставаться на уровне выше 4x.

Fitch подтверждает стабильность прогноза, опираясь на устойчивый бизнес-профиль JBS, особенно в JBS USA. Благоприятный график погашения долга, подтвержденный доступ к международным рынкам и ожидаемое постепенное снижение леввериджа после прогнозируемого пика в 2023 году способствуют позитивному прогнозу по рейтингу.

Вывод

Выпуск JBSSBZ 5.125'28 не предлагает высоких премий относительно аналогичных бондов сектора Food & Beverages. Существуют риски, которые могут привести к ухудшению кредитного качества. Однако, расширение спредов будет иметь ограниченное влияние на анализируемый выпуск, поскольку JBSSBZ 5.125'28 имеет относительно короткий срок погашения (4 года). По этой же причине возможный рост доходности UST окажет незначительное влияние на переоценку выпуска. Такие факторы, как высокая ликвидность, удобный график погашения и лидирующие позиции на рынке мяса делают данную бумагу привлекательной для покупки. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать до погашения» по выпуску JBSSBZ 5.125'28 с ожидаемой доходностью за время удержания 5.5% годовых.**

Основные финансовые и операционные результаты

\$ млн	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	49 683	51 825	52 355	64 988	72 571	72 837
Операционная прибыль	1 957	3 408	3 962	5 963	4 758	1 062
Операционная маржа%	3,9%	6,6%	7,6%	9,2%	6,6%	1,5%
EBITDA	4 030	5 038	5 726	8 462	6 647	3 433
EBITDA маржа%	8,1%	9,7%	10,9%	13,0%	9,2%	4,7%
Процентные расходы (нэтом)	(2 265)	(1 517)	(2 371)	(941)	(1 230)	(1 351)
Опер. денежный поток	2 035	3 489	4 608	3 981	2 581	2 302
Капитальные расходы	(799)	(1 085)	(1 169)	(1 793)	(2 182)	(1 509)
Своб. денежный поток	1 236	2 403	3 439	2 187	400	793
Дивиденды и обратный выкуп акций	(173)	(7)	(632)	(3 341)	(1 757)	(450)
Чистая прибыль	57	1 638	902	3 804	3 137	(146)

Валовый долг	14 493	14 244	13 870	18 100	19 191	21 769
Денежные ср-ва и эквиваленты	2 306	2 475	3 790	4 391	2 625	4 687
Чистый долг	12 187	11 769	10 079	13 709	16 566	17 082
Собственный капитал	7 213	8 013	8 387	8 572	9 433	9 676

Показатели долговой нагрузки

Скорр. OCF / Процентные расходы (x)	2,26	4,42	7,74	6,99	3,88	1,84
EBITDA / Процентные расходы (x)	1,78	3,32	2,41	8,99	5,41	2,54
Валовый долг / EBITDA (x)	3,60	2,83	2,42	2,14	2,89	6,34
Чистый долг / EBITDA (x)	3,02	2,34	1,76	1,62	2,49	4,98

Темпы роста в %

Рост выручки (г/г)	-2,8%	4,3%	1,0%	24,1%	11,7%	0,4%
Рост EBITDA (г/г)	-4,1%	25,0%	13,7%	47,8%	-21,4%	-48,4%
Рост чистого долга (г/г)	-1,5%	-1,7%	-2,6%	30,5%	6,0%	13,4%

Динамика EBITDA по сегментам, \$ млн

Seara	391	571	818	715	892	361
JBS Brazil	341	440	589	430	466	467
USA Beef (Australia+Beef NA)	1 726	2 031	2 500	4 820	2 516	562
USA Pork	547	658	656	786	759	522
PPC	1 022	1 350	1 154	1 688	2 070	1 530

Курсы валют

USD / BRL средн. за период	3,66	3,95	5,16	5,40	5,17	4,99
USD / BRL на конец периода	3,87	4,05	5,19	5,58	5,28	4,86

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга, \$ млн	891	171	19	1 193	1 103	16 622
Запас ликвидности на конец 2023 года, \$ млн	8 019					
Денежные средства и эквиваленты, \$ млн	4 687					
Кредитные линии, \$ млн	3 332					

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».

© 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