

Инвестиционная идея по еврооблигациям BEEF3.SA 8.875'33

21 февраля 2025 г.

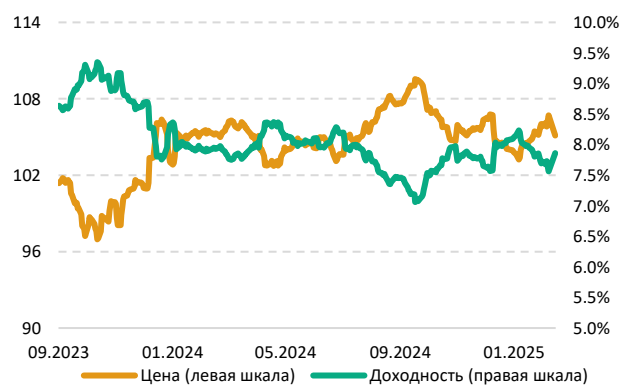
Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Minerva S.A.
Тикер еврооблигаций	BEEF3.SA
Страна риска	Бразилия
Сектор	Потребительские товары, еда
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	- / BB St /BB St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	8.8%
Выпуск	BEEF3.SA 8.875'33
ISIN	USL6401PAM51
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	8.875%
Доходность к погашению	8.04%
Доходность к худшему G-Spread	7.86%
Текущая цена	346
Дата погашения	105.12%
Объем в обращении	13.09.2033
Минимальный лот	\$1 млрд
	\$200 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	9мес2024
Выручка	5 997	5 384	4 454
EBITDA	549	513	416
Чистая прибыль	126	84	(8)
Активы	4 053	5 887	6 601
Обязательства	3 957	5 851	6 464
Капитал	96	36	137
CFO	607	540	762
CFI	(321)	(497)	(103)
CFF	(281)	1 072	96

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем вашему вниманию еврооблигации Minerva S.A. с погашением в 2033 году. В настоящее время облигации торгуются с доходностью к погашению 7.97%-8.10% годовых (YTW 7.78%-7.94% годовых), что подразумевает премию в 130 бп к выпускам ВВ эмитентов из Бразилии. Повышенная премия за риск обусловлена неопределённостью по операционным синергиям от приобретения новых скотобоев у другой бразильской компании – Marfrig, а также с перспективой ухудшения кредитных метрик из-за этой сделки. Однако, нам нравится Minerva S.A. благодаря её крепкой позиции одного из лидирующих поставщиков говядины в Бразилии и за её пределами, перспективам расширения присутствия в Азии благодаря выходу на рынки Японии, Вьетнама и Южной Кореи, сильному буферу ликвидности и комфортному графику погашения в ближайшие годы, а также исторической финансовой дисциплинированности руководства и его «дружелюбности» к кредиторам. Более того, мы уверены, что после закрытия сделки в 4 квартале 2024 года, компания сможет успешно сократить леверидж и увеличить коэффициент покрытия процентных расходов до приемлемых уровней, благодаря более чем 30% приросту EBITDA. Наконец, дальнейший рост долговой нагрузки ограничен благодаря нескольким защитным ковенантам данного выпуска, которые ограничивают привлечение нового долга и выплаты акционерам в случае роста левериджа выше 3.5x. Эти факторы более чем компенсируют имеющиеся риски, значительно повышая привлекательность предлагаемой доходности. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску BEEF3.SA 8.875'33 с ожидаемой доходностью за период держания 8.8% годовых.**

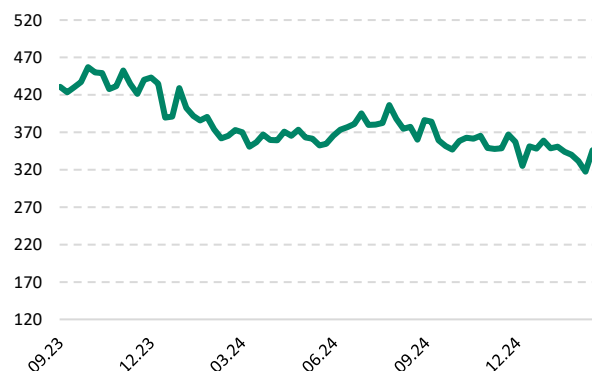
О выпуске

Выпуск BEEF3.SA 8.875'33 является старшим необеспеченным долговым обязательством Minerva Luxembourg, полностью гарантированным Minerva S.A. Купонная ставка по данному выпуску составляет 8.875% с полугодовой выплатой. Высокий уровень купона способствует относительно низкой дюрации бумаги – 4.66, несмотря на оставшийся срок до погашения в 8.5 лет. Таким образом, данный выпуск относится к среднесрочному сегменту дюрации, который, согласно [нашей инвестиционной стратегии на 2025 год](#), является наиболее привлекательным с точки зрения соотношения доходности и процентного риска.

Облигационный выпуск имеет встроенный колл-опцион (embedded call option) со следующим графиком:

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

Рисунок 2. G-Spread облигации



Источник: Bloomberg

Период колл-опциона	Цена выкупа от номинала
13.09.2028-12.09.2029	104.438%
13.09.2029-12.09.2030	102.958%
13.09.2030-12.09.2031	101.479%
13.09.2031-13.09.2033	100.000%

Кроме того, выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: с момента выпуска до 13 сентября 2028 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной 100% от номинала + любая действующая премия на момент выкупа + сумма начисленных или невыплаченных процентов на дату, предшествующую дате выкупа. Помимо вышеописанного, у компании есть опция по выкупу (по 108.875% от номинала + сумма начисленных или невыплаченных процентов на дату, предшествующую дате выкупа) до 35% от объёма обращения облигаций посредством привлечения денежных средств через вторичное размещение своих акций до 13 сентября 2026 г. Наконец, выпуск содержит провизию, согласно которой, если компания предложит оферту на выкуп облигаций (tender offer), и она будет принята 90% держателей, оставшиеся 10% будут выкуплены автоматически на аналогичных условиях. Мы оцениваем вероятность досрочного отзыва выпуска как низкую, поскольку компания исторически ориентирована на поддержание высокой ликвидности, даже если это приводит к сохранению значительного объёма долга на балансе.

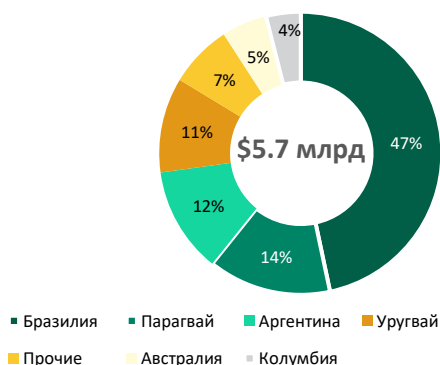
Выпуск также включает защитные ковенанты, ограничивающие рост лeverиджа (чистый долг/EBITDA) выше 3.5x. Исключение составляют целевые заимствования, такие как привлечение до \$75 млн для финансирования строительства активов или до \$250 млн (или 10% от активов компании) для общих корпоративных целей. Выплата дивидендов и обратный выкуп акций запрещены при превышении порога лeverиджа, за исключением обязательных выплат до 25% чистой прибыли по бразильскому законодательству. Однако, совет директоров может приостановить эти выплаты для поддержания финансовой устойчивости компании. При получении инвестиционного рейтинга от двух рейтинговых агентств данные ограничения снимаются.

О компании

Minera S.A. (далее «Minerva» или «компания») – один из крупнейших производителей говядины в Южной Америке, специализирующийся на переработке, экспорте и дистрибуции мясной продукции. В дополнение к основному бизнесу компания развивает смежные направления, включая производство и продажу побочных продуктов (животный жир, мясокостная мука, кожа), биодизельного топлива, а также кормов и других товаров для животноводства, выпуск готовой мясной продукции и торговлю электроэнергией. Основной доход компании (62% LTM валовой² выручки) формируется за счет экспорта в такие регионы как Китай, США и Ближний Восток.

² Валовая выручка – выручка до учёта скидок и других вычетов

Рисунок 3. Структура LTM выручки компании по стране происхождения



Источник: данные компании

Рисунок 4. Структура LTM выручки компании по региону – конечному потребителю



Источник: данные компании

Minerva – публичная компания, её акции торгуются на бразильской фондовой бирже B3, а депозитарные расписки (ADR) деноминированные в долларах США – на внебиржевом рынке OTC. Крупнейшим акционером с долей 30.55% выступает Saudi Agricultural and Livestock Investment Co, конечным бенефициаром которой является Суверенный фонд Саудовской Аравии. Вторым по величине акционером (22.36%) является VDO Holdings S.A., контролируемая семьёй Вилела де Куэйроз (Vilela de Queiroz), основавшей компанию. В свободном обращении находится 43.97% акций, тогда как оставшаяся доля включает акции, приобретённые в рамках программы обратного выкупа.

Сегменты и география бизнеса компании

Компания разделяет свой бизнес на 2 сегмента:

1) **Мясная продукция (Meat).** Сегмент мясных продуктов включает в себя производство замороженной и охлаждённой говядины в странах Южной Америки. Кроме того, компания выпускает побочные продукты убоя, такие как шкуры, субпродукты и другие. Продукция реализуется как на внутренних рынках этих стран, так и на экспорт. На долю данного сегмента пришлось 95% LTM выручки и 98% LTM операционной прибыли компании.

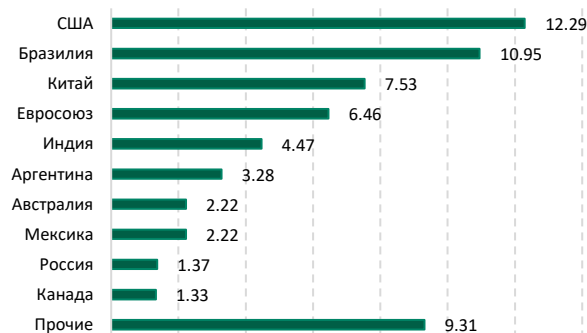
2) **Прочее (Other).** Данный сегмент включает в себя услуги по маркетингу продовольственных товаров и продажи электроэнергии. На его долю приходится 5% выручки и 2% операционной прибыли компании.

На конец третьего квартала 2024 года бизнес Minerva по забою и переработке говядины был полностью сосредоточен в странах Южной Америки, где были расположены 26 скотобоев с общей производственной мощностью убоя в 30 940 голов/день. Крупнейшей страной деятельности компании является Бразилия, где работают 10 предприятий, на долю которых приходится 40% от общего объёма убоя. Данная страна обеспечила 47% LTM валовой выручки компании. Второе место занимает Парагвай с 5 предприятиями и 26% мощностей и долей выручки в 14%, а третье — Аргентина, где 5 скотобоев обеспечивают 17% производственного потенциала и 12% выручки компании. Компания также имеет скотобойни в Австралии, где она занимается убоём и переработкой баранины с общими производственными мощностями убоя в 19 216 голов/день. Вклад предприятий данной страны в общую выручку компании составил 5%.

С точки зрения конечного потребителя, крупнейшим рынком сбыта для продукции компании является Бразилия. На её долю приходится 20% от LTM выручки. Основным иностранным рынком для Minerva является Китай, доля которого в структуре выручки составляет 14%. Продукция компании также пользуется значительным спросом в странах Северной Америки (15% от выручки), преимущественно в США, Южной Америке (за пределами Бразилии) – 17%, и в странах Ближнего Востока и СНГ (в основном в России) – по 8% от выручки.

Анализ сектора

Рисунок 5. Крупнейшие производители говядины в мире, млн тонн



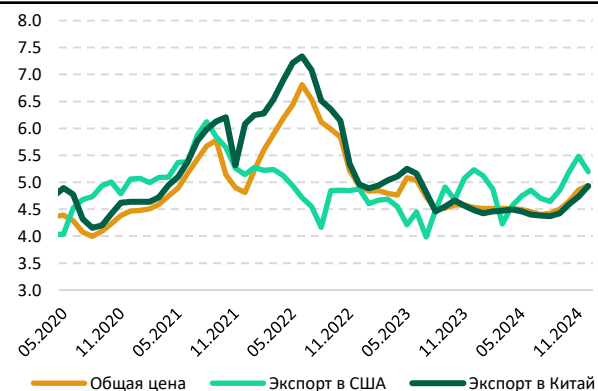
Источник: USDA

Рынок говядины является неоднородным. Цена и потребительский спрос на нём зависят от породы скота, методов откорма и региона производства. Наиболее премиальными считаются сорта Wagyu и Kobe из Японии, обладающие высокой мраморностью – тонкими жировыми прослойками внутри мышечной ткани, которые делают мясо более сочным, мягким и ароматным. Также к премиальному сегменту относятся USDA Prime и Black Angus, широко распространённые в США и Австралии. В то же время более доступные категории, такие как USDA Choice и Select, Hereford и мясо с пастбищным откормом из Латинской Америки, обеспечивают предложение в массовом сегменте. Страна происхождения играет ключевую роль в формировании ценовой дифференциации: зерновой откорм (США, Австралия) увеличивает мраморность, тогда как пастбищное содержание (Аргентина, Бразилия) создаёт менее жирное, но насыщенное по вкусу мясо. Премиальные сорта говядины востребованы в ресторанах высокой кухни, отелях и специализированных ритейл-сетях, а более доступные сорта используются в розничных супермаркетах и общественном питании.

Согласно данным Министерства сельского хозяйства США (USDA), крупнейшим производителем говядины в мире остаются США, на долю которых приходится более 12 млн тонн в год, или около 20% глобального объёма. Помимо обеспечения внутреннего рынка, производители из США активно экспортируют свою продукцию. Согласно ОЕС в 2023 году США занимали лидирующую позицию по объёму экспорта свежей и охлаждённой говядины в мире (14.4%), а также третье место в сегменте замороженной (12.6%). С другой стороны, США активно импортируют говядину из других стран, занимая второе место по объёму импорта в мире с долей в 11%. На втором месте по объёму производства находится Бразилия, производящая 11 млн тонн (18% от глобального объёма). Данного объёма достаточно не только для практически полного покрытия внутреннего спроса (на долю Бразилии приходится менее одного процента от объёма мирового импорта), но и для занятия лидирующей позиции в мировом экспорте (15%). Более 85% бразильского экспорта приходится на сегмент замороженной говядины. Китай, находящийся на третьей позиции по объёму производства (13%), ориентирован преимущественно на внутреннее потребление. Однако, объёма внутреннего производства недостаточно для покрытия имеющегося спроса, в связи с чем Китай является крупнейшим импортёром говядины в мире, с общей долей в 21%, преимущественно приходящейся на сегмент замороженной говядины. Говоря о крупных игроках на рынке, также стоит отметить Австралию. Хотя на долю этой страны приходится лишь 4% от всемирного производства, она занимает третье место по объёму мирового экспорта с долей в 12%.

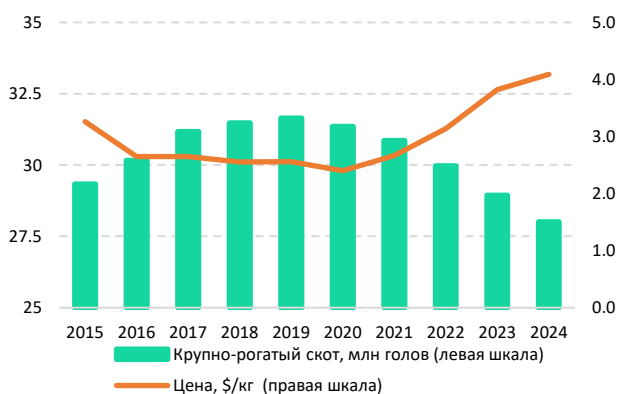
Сегментирование говяжьего рынка по сортам мяса, методам откорма и структуре спроса приводит к различиям в рыночных циклах и ключевых драйверах в разных странах. Эти факторы формируют динамику производства, ценообразования и

Рисунок 6. Динамика цен на экспорт говядины из Бразилии, \$/кг



Источник: Comex Stat

Рисунок 7. Динамика цен и поголовье крупнорогатого скота в США



Источник: USDA

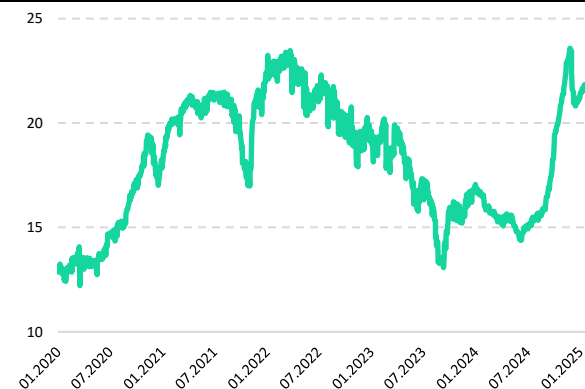
Рисунок 8. Динамика цен на крупнорогатый скот в Бразилии, \$/кг

потребления, создавая локальные особенности развития индустрии.

В Бразилии, спрос на внутреннем рынке продолжит оставаться стабильным. По прогнозам USDA объем потребления говядины в Бразилии составит 8.21 млн тонн в 2025 году, что на 1% ниже, чем в 2024 (8.33 млн тонн), но данное значение всё ещё выше, чем в 2023 (8.09 млн тонн). В то же время, крупнейшим потребителем бразильской говядины за границей является Китай, на долю которого пришёлся 51% экспорта из Бразилии в 2024 году. США занимает второе место по объёму экспортируемой говядины, однако доля этой страны значительно меньше – 8%. Во второй половине 2024 года наблюдался рост цен на экспорт в обе страны. Для Китая данный рост прервал стагнацию, продолжающуюся на протяжении большей части 2024 года, однако цены всё-ещё значительно ниже максимумов 2022 года. В США цены вернулись к уровням, наблюдавшимся в начале года.

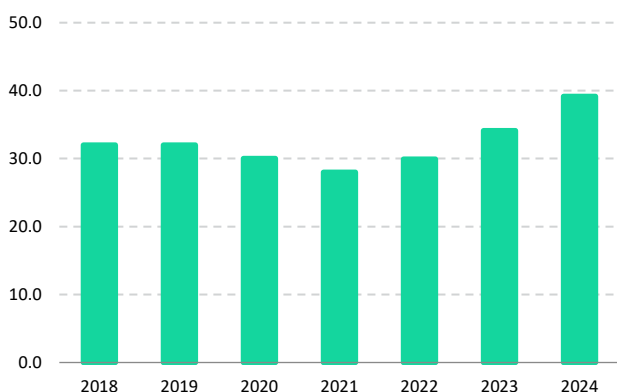
Ситуация, наблюдающаяся на внутренних рынках Китая и США, является благоприятной для продолжения роста импорта из Бразилии и в 2025 году. Несмотря на то, что текущие прогнозы USDA не предполагают значительного роста потребления и импорта говядины в Китае в 2025 году, министерство отмечает два важных тренда, которые говорят в пользу перспектив наращивания импорта говядины из Южной Америки. Во-первых, местные потребители сокращают количество походов в рестораны, приводя к падению прибыльности ресторанного бизнеса. В целях сокращения расходов и увеличения маржинальности владельцы ресторанов отказываются от приобретения премиальной говядины, отдавая предпочтение менее дорогим сортам. Во-вторых, в Китае наблюдается рост индустрии предварительно приготовленной еды (pre-prepared food), активно использующей говядину в своей продукции. USDA отмечают, что компании в данной индустрии также отдают предпочтение говядине более доступных сортов. Как было отмечено выше, основное производство такой говядины приходится на Южную Америку, поэтому данные тренды будут оказывать положительное влияние на производителей из региона.

В случае с США, импорт из Бразилии уже продемонстрировал впечатляющий рост в 2024 году, увеличившись в 2 раза по сравнению с предыдущим годом. Основным драйвером этого стало сокращающееся поголовье скота в США на фоне засух в регионе, растущей стоимости зерновых круп и высоких процентных ставок в США. В настоящий момент тенденция с недостатком крупнорогатого скота в стране продолжается, о чём свидетельствуют растущие цены на скот в стране и растущие объёмы импорта из других стран, таких как Бразилия и Австралия. Дополнительное давление на количество доступного скота в США в последние несколько месяцев оказало обнаружение паразита винтовой мухи нового света в коровах из мексиканского штата Чьяпас. Это привело к запрету на перегон животных из Мексики, продлившемуся чуть более двух месяцев с конца ноября 2024 года до 1 февраля 2025 года. Ещё одним фактором, который может сподвигнуть американского



Источник: CEPEA

Рисунок 9. Объём забоя крупнорогатого скота в Бразилии, млн голов



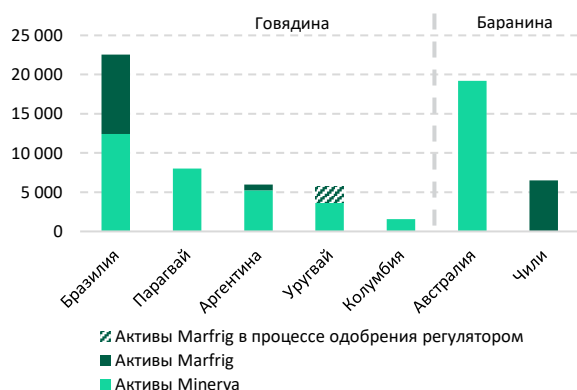
Источник: IBGE

потребителя к покупке говядины из Южной Америки, является недавнее укрепление доллара, сделавшее импортную продукцию более доступной. С другой стороны, торговые отношения Бразилии с США остаются под угрозой введения новых тарифов, которые активно продвигает Дональд Трамп. В очередном заявлении от 28 января 47-й президент США включил Бразилию в список стран, «стремящихся нанести ущерб США», и пообещал ввести соответствующие торговые ограничения. Однако, по мнению Роберто Перосы – главы ассоциации экспортёров бразильской говядины ABIEC, влияние торговой политики Трампа на бразильских производителей говядины будет ограниченным, благодаря большому спросу на импорт со стороны США из-за отмеченного выше дефицита собственного скота, а также в связи с тем, что весь импорт говядины из Бразилии свыше квоты в 65 тыс. тонн (при импорте в 189 тыс. тонн в 2024 году) уже облагается довольно высокими тарифами в 26.2%.

У бразильских производителей также есть перспективы для выхода на новые международные рынки. Так, например, Бразильское правительство ведёт активные переговоры о поставках говядины в ряд Азиатских стран, таких как Япония, Вьетнам и Южная Корея, а также в Турцию. Согласно JPMorgan, на эти страны приходится 30% мирового импорта говядины, и они платят более высокие цены за импортируемое мясо, в сравнении с другими странами. Переговоры с Японией и Вьетнамом находятся на финальных стадиях с перспективой открытия этих рынков уже в 2025 году. Аналитики JPMorgan отмечают, что доступ бразильских производителей на рынок Японии станет значимым позитивным фактором, поскольку он подтвердит высокие стандарты качества бразильского мяса. Это, в свою очередь, может ускорить его принятие на других азиатских рынках, усиливая экспортные перспективы отрасли. Таким образом, можно сделать вывод, что общая картина спроса на бразильскую говядину является благоприятной и Minerva, как одна из крупнейших компаний в стране, остаётся главным бенефициаром этого тренда.

С другой стороны, следует обратить внимание и на трудности, с которыми сталкиваются местные компании. Во второй половине 2024 года был зафиксирован резкий рост цен на крупнорогатый скот в стране. К концу декабря, рост составил 28% по сравнению с прошлым годом и цены обновили максимумы предыдущего пика цикла в 2022 году. Аналитики JPMorgan отмечают, что рост обусловлен двумя ключевыми факторами. Во-первых, засуха, затронувшая большую часть страны в конце 2023 – первой половине 2024 годов, в сочетании с лесными пожарами, привела к сокращению доступных пастбищных угодий. Во-вторых, ускорение экспортного спроса способствовало росту объемов забоя до рекордных значений, что привело к снижению поголовья скота. Рост цен на крупнорогатый скот оказывает давление на рентабельность производителей, приводя к увеличению себестоимости и снижению валовой маржи, особенно в случае с Minerva, бизнес которой полагается на покупку скота для убоя по спотовым ценам, нежели на его выращивание. В условиях ограниченного предложения и

Рисунок 10. Влияние сделки с Marfrig на производственные мощности компании, голов/день



Источник: данные компании

высокой стоимости сырья компании сталкиваются с риском снижения операционной эффективности, особенно если повышение затрат не удастся полностью переложить на конечных потребителей. С другой стороны, позитивным сигналом стало замедление роста цен в конце ноября, после чего они начали снижаться с достигнутых пиковых уровней.

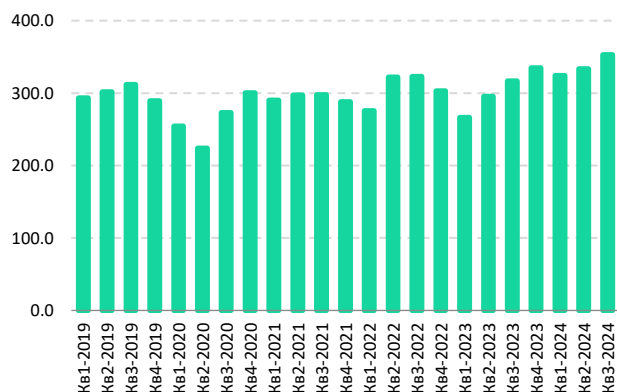
Сделка по приобретению активов Marfrig нарастит производственные мощности компании и укрепит её позицию на рынке, однако на горизонте в 12 месяцев возможно ухудшение кредитных метрик

В конце августа 2023 года Minerva объявила о сделке по приобретению 16 скотобоен за BRL7.5 млрд (\$1.5 млрд) у Marfrig – второй крупнейшей компании в отрасли пищевой промышленности в Бразилии. В итоге, сделка, закрывшаяся в конце октября 2024 года, добавила 11 скотобоен в Бразилии (производственная мощность убоя – 10 099 голов/день) и 1 скотобойню в Аргентине (750 голов/день), а также 1 скотобойню, фокусирующуюся на забое и переработке баранины в Чили (6 500 голов/день). Таким образом, объём производственных мощностей убоя говядины возрастает на 35% до 41 789 голов/день, а баранины – на 34% до 25 716 голов/день.

Изначально сделка также включала в себя 3 говяжьих скотобойни в Уругвае с общей производственной мощностью в 2 050 голов/день, однако местный антимонопольный регулятор принял решение о блокировке данной продажи. В середине февраля 2025 года компания представила альтернативный план, предполагающий перепродажу одной из скотобоен индийской Allana Group, сохранив две оставшиеся в собственности. Однако успешность данной стратегии остаётся неопределённой. Аналитики Santander отмечают, что даже после пересмотра сделки Minerva может сохранить свыше 30% рынка говядины Уругвая, что повышает риск повторного отклонения со стороны регулятора. В то же время эксперты Citi настроены более оптимистично, указывая на то, что доля компании останется ниже 40%, что, по их мнению, является критическим порогом для местных регулирующих органов.

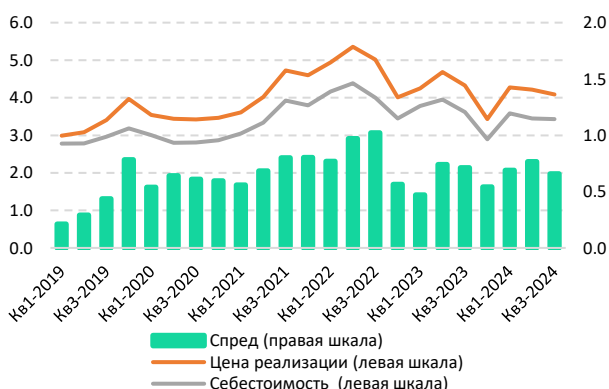
Сделка является стратегически положительным шагом для Minerva, укрепляя её позиции на рынке даже в случае блокировки приобретения активов в Уругвае. Компания становится крупнейшим бразильским поставщиком говядины в Китай, усиливает присутствие в Аргентине и выходит на южноамериканский рынок баранины через скотобойни в Чили. Исторически, компания обладает успешным опытом интеграции приобретений: за 14 лет она реализовала 19 сделок, увеличивая маржу EBITDA на 1.5–2.0% в течение 18 месяцев после покупки. Однако, в краткосрочной перспективе (12-18 месяцев) финансовые показатели могут временно ослабнуть в связи с процессом интеграции новых активов. Во-первых, для интеграции и начала производства на новых скотобойнях, потребуются инвестиции в рабочий капитал. Аналитики Goldman Sachs и JPMorgan оценивают эти вложения в \$113 млн и \$152 млн соответственно, что предполагает негативный свободный денежный поток в 2025 году в \$37 млн и \$103 млн. При этом,

Рисунок 11. Объём реализованной продукции, тонн



Источник: данные компании, Goldman Sachs

Рисунок 12. Динамика спредов на продукцию компании, \$/кг



Источник: данные компании, Goldman Sachs, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

прогнозы обоих банков предполагают возвращение к позитивным денежным потокам уже в 2026 году, в связи с тем, что к тому моменту новые предприятия будут полностью интегрированы, а необходимые вложения в оборотный капитал – завершены. Во-вторых, выплата денежных средств в рамках сделки приведёт к росту леввериджа компании до диапазона 4.5х-5.0х. Однако, это явление будет временным, и компания начнёт его постепенное снижение уже в 2025-2026 гг. за счёт 1) увеличившейся EBITDA и 2) возвращения к позитивным денежным потокам.

Устойчивый рост выручки и потенциал синергии с Marfrig

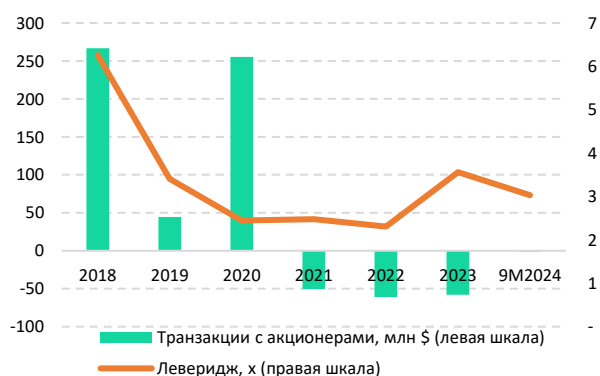
Выручка за первые 9мес2024 года составила \$4.4 млрд (+7.4% г/г), увеличившись, преимущественно, за счёт роста объёма реализованной продукции на 15%, нивелировавшего эффект снижения цены реализации на 5%. Валовая маржа компании составила 20.8% (+0.8% г/г). Основным драйвером этого роста стали более низкие цены на крупнорогатый скот, наблюдавшиеся в период с января по июль, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Совокупное снижение себестоимости превысило снижение цен реализации, что способствовало расширению спреда с \$0.62/кг за 9мес2023 года до \$0.70/кг за аналогичный период 2024 года. EBITDA компании продемонстрировала чистый рост в 6% г/г и составила \$416 млн. Положительный эффект меньшей себестоимости был частично смягчён возросшими административными расходами и расходами на реализацию, совокупная доля которых от выручки увеличилась с 12.7% за 9мес2023 года, до 13.8% за 9мес2024 года. С другой стороны, компания понесла чистый убыток в \$8 млн, в сравнении с чистой прибылью в \$79 млн за первые 9мес2023 года. Основной причиной этого стал рост процентных расходов более чем в 2 раза (+125% г/г) в связи с выпуском нового долга. Однако, с точки зрения квартальной динамики, убытки были понесены лишь в первом квартале (-\$41 млн), в то время как во втором и третьем кварталах компания заработала чистую прибыль в размере \$17 млн и \$15.5 млн соответственно. Более того, несмотря на чистый убыток, компания значительно нарастила операционный денежный поток (OCF) до \$762 млн (против \$359 млн за 9мес 2023 года, +112% г/г). Стоит отметить, что значительная часть этой суммы была связана с позитивным влиянием курсовых разниц (+\$423 млн). Вкупе с сократившимися капитальными затратами (-6% г/г), это привело к росту свободного денежного потока (FCF) на 159% г/г до \$666 млн. При этом, даже если бы компания не выиграла от позитивных курсовых разниц, FCF всё равно был бы позитивным, составив \$243 млн.

Как было отмечено выше, на финансовые результаты Minerva продолжают оказывать влияние несколько факторов, которые будут иметь как положительный, так и отрицательный эффект. С одной стороны, компания продолжит оставаться бенефициаром стабильного спроса на говядину в мире, а объём её выручки и EBITDA возрастет благодаря интеграции новых активов Marfrig (консенсус-прогноз Capital IQ предполагает рост на 34% в 2025 году). С другой стороны, маржа компании может пострадать на

Рисунок 13. Ликвидность³ и график погашения, млн \$


Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рисунок 14. Транзакции с акционерами (млн \$) и левверидж компании (x)



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

фоне растущих цен на крупнорогатый скот в Бразилии, а инвестиции в оборотный капитал для интеграции новых предприятий, как было отмечено выше, могут привести к негативному FCF в следующем году. Однако, мы считаем, что имеющейся ликвидности компании более чем достаточно, чтобы покрыть данные расходы, а увеличение выручки за счёт новых заводов компенсирует ухудшение валовой маржи. Поэтому мы остаёмся уверены в способности компании продолжить генерировать позитивные денежные потоки начиная с 2026 года.

Большой запас ликвидности и комфортный график погашения обеспечивают финансовую устойчивость в ближайшие годы

По состоянию на конец 3кв2024 года валовой долг компании составил \$4.7 млрд (+22% г/г), большая часть из которого (77%) была деноминирована в иностранных валютах. Несмотря на значительную долю обязательств в иностранной валюте, риски ухудшения платёжеспособности в связи с резким ослаблением бразильского реала ограничены, так как большая часть выручки компании приходится на экспорт продукции в другие страны, обеспечивая стабильный приток иностранной валюты. Более того, 50% долгосрочных обязательств в иностранной валюте (\$1.5 млрд) заехдированы. Консенсус-прогноз Bloomberg по паре USD.BRL также не предполагает значительного ослабления бразильского реала с сохранением курса в диапазоне 5.8-6.0 в период с 2025 по 2027 гг. (при текущем спотовом значении в 5.72). Чистый долг компании составил \$1.6 млрд, сократившись на 9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года за счёт роста баланса денежных средств. Таким образом, левверидж компании на конец 3кв 2024 года составил 3.0x, против 3.6x годом ранее. Как нами было отмечено выше, в связи с выплатами по сделке с Marfrig, чистый левверидж может увеличиться до 4.5x-5x к концу 2024 года. Коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA на конец 3кв2024 года составил 1x, сократившись с 2.1x в конце аналогичного периода прошлого года. Как и в случае с ростом леввериджа, такое снижение связано с временным разрывом между датой выпуска нового долга для финансирования сделки и датой интеграции новых активов в компанию, которая произойдёт больше, чем через год с момента привлечения долга. В этот промежуток времени процентные расходы компании значительно увеличились без компенсирующего роста EBITDA. Согласно консенсус-прогнозу, в 2025 и 2026 гг. данный показатель вновь возрастет до уровня 1.6x, а левверидж снизится до диапазона в 3.0x-3.5x вслед за ростом EBITDA с интеграцией новых активов.

В краткосрочной перспективе, платёжеспособность компании будет поддержана прочным буфером ликвидности. На конец 3кв2024 года, объём денежных средств компании составил \$3.09 млрд. Однако, в конце октября компания выплатила \$1.04 млрд за активы Marfrig. Таким образом, объём денежных средств с учётом эффекта сделки с Marfrig составляет \$2.04 млрд, чего достаточно для комфортного покрытия выплат по долгу в ближайшие 5 лет. Помимо этого, в целях финансирования

³ Денежные средства за вычетом выплат по сделке с Marfrig в четвёртом квартале

сделки, компания обеспечила двухлетнюю кредитную линию на \$1.2 млрд от JPMorgan в августе 2023 года с возможностью привлечения средств по ней до конца февраля 2025 года. Таким образом, мы уверены, что ликвидности компании более чем достаточно, чтобы покрыть финансовые и прочие расходы в период интеграции новых активов, и мы не считаем, что данный процесс окажет негативное влияние на долгосрочную платёжеспособность Minerva.

Дополнительным фактором, выступающим в пользу сохранения платёжеспособности Minerva, является историческая финансовая дисциплинированность руководства компании. В 2018 году, когда леверидж находился на уровне в 6.3x, Minerva приостановила выплату дивидендов на 2 года, а также привлекла частный капитал на сумму в \$268 млн. Более того, в 2020 году компания провела публичное размещение акций ещё на \$282 млн. Вкупе с выплатами по долгу в период с 2018 по 2020 гг. на \$3.6 млрд, леверидж компании сократился до 2.5x к концу 2020 года. Эти меры демонстрируют приверженность руководства Minerva к управлению финансовой устойчивостью и указывают на готовность использовать средства акционеров для расплаты по обязательствам.

Рейтинговые агентства о Minerva S.A.

S&P Global

Рейтинг BB (прогноз «стабильный»). Данный рейтинг отражает сильные позиции компании в Южной Америке, устойчивость операционной деятельности и успешный опыт интеграции приобретенных активов в прошлом. Агентство прогнозирует, что несмотря на временный рост долговой нагрузки в результате сделки с Marfrig, компания сможет снизить леверидж до приемлемого уровня благодаря генерации свободного операционного денежного потока (FOCF) свыше BRL1 млрд (\$173 млн) в год. S&P положительно оценивает приверженность руководства к поддержанию умеренной долговой нагрузки, в том числе благодаря гибкому управлению дивидендной политикой. Дополнительным фактором финансовой устойчивости выступают ожидаемые операционные синергии от интеграции активов Marfrig. С другой стороны, агентство отмечает, что увеличение экспозиции на Китай за счет расширения мощностей в Бразилии несёт в себе риски торговых ограничений.

Fitch

Рейтинг BB (прогноз «стабильный»). Fitch подчёркивает устойчивую позицию компании как крупнейшего производителя говядины в Латинской Америке, которая была усилена недавним приобретением активов Marfrig. Агентство отмечает успешный опыт Minerva в интеграции новых активов в прошлом. Несмотря на прогноз временного роста чистого левериджа до 4.9x в 2024 году, вследствие выплат по сделке, Fitch ожидает, что высокая рентабельность и положительный FCF позволят снизить данный показатель до 3.0x к 2025 году. Диверсифицированная экспортная модель Minerva, стабильная маржинальность EBITDA на уровне 9% и устойчивый денежный поток компенсируют риски, связанные с концентрацией компании исключительно в

сегменте говядины. Дополнительную поддержку кредитному профилю обеспечивают благоприятные рыночные условия, включая высокий спрос со стороны Китая и США, а также ценовые преимущества производства в Латинской Америке.

Риски

- Резкое ослабление курса бразильского реала вкупе с падением объёма экспорта может привести к ухудшению платёжеспособности по обязательствам в иностранной валюте;
- Введение тарифов или ограничений на импорт со стороны стран – ключевых потребителей продукции компании;
- Неожиданно высокие операционные затраты и задержки в интеграции активов Marfrig, а также риск неполной реализации операционных синергий;
- Высокая концентрация на рынке говядины в сравнении с другими компаниями в секторе – JBS, Tyson Foods;
- Рост цен на крупнорогатый скот из-за засух, лесных пожаров и инфекций.

Основные финансовые и операционные результаты Minerva S.A.

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	9мес2023	9мес2024
Выручка	4 339	3 760	4 997	5 997	5 384	4 148	4 454
Рост выручки, (г/г)	-2.2%	-13.3%	32.9%	20.0%	-10.2%	-14.1%	7.4%
Валовая прибыль	834	743	861	1 111	1 104	831	928
Валовая маржа, %	19.2%	19.8%	17.2%	18.5%	20.5%	20.0%	20.8%
EBITDA	437	407	441	549	513	392	416
EBITDA маржа, %	10.1%	10.8%	8.8%	9.2%	9.5%	9.5%	9.3%
Процентные расходы	(278)	(163)	(188)	(237)	(327)	(189)	(424)
Чистая прибыль	4	135	111	126	84	79	(8)
Маржа чистой прибыли, %	0.1%	3.6%	2.2%	2.1%	1.6%	1.9%	-0.2%
Операционный денежный поток (OCF)	445	625	481	607	540	359	762
Капитальные затраты	(61)	(63)	(87)	(148)	(139)	(102)	(96)
Свободный денежный поток (FCF)	384	561	394	459	401	257	666
Маржа FCF, %	8.9%	14.9%	7.9%	7.7%	7.5%	6.2%	14.9%
Дивиденды	0	(27)	(108)	0	(41)	(26)	(64)

Операционные показатели

Объём реализованной продукции, тонн	1 196	1 052	1 173	1 224	1 213	878	1 011
Цена мясной продукции, \$/кг	3.36	3.46	4.24	4.83	4.14	4.41	4.19
Себестоимость мясной продукции, \$/кг	2.93	2.87	3.53	3.99	3.53	3.77	3.48
Спред, \$/кг	0.43	0.60	0.71	0.84	0.62	0.64	0.70
Доля выручки от импорта, %	66%	67%	68%	69%	65%	64%	60%

Долговая нагрузка

Валовый долг	2 600	2 226	2 404	2 607	4 438	3 858	4 713
Рост валового долга, г/г	-3.8%	-14.4%	8.0%	8.4%	70.2%	44.6%	22.2%
Денежные средства и их эквиваленты	1 109	1 229	1 310	1 339	2 610	2 077	3 086
Чистый долг	1 491	997	1 094	1 268	1 828	1 781	1 627
Рост чистого долга (г/г)	-4.9%	-33.1%	9.8%	15.8%	44.2%	48.9%	-8.6%
Собственный капитал	(70)	162	117	96	36	125	137

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	1.58	2.50	2.35	2.32	1.57	2.08	0.98
Валовый долг / EBITDA TTM (x)	5.94	5.46	5.45	4.75	8.65	7.79	8.78
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	3.41	2.45	2.48	2.31	3.56	3.60	3.03

Курс BRL USD

Среднее значение	3.95	5.16	5.40	5.17	4.99	5.01	5.25
На конец периода	4.03	5.20	5.58	5.28	4.86	5.03	5.45

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга, \$млн	143	697	387	133	567	2 786
Запас ликвидности ¹ , \$млн	3 236					
Денежные средства и их эквиваленты ¹ , \$млн	2 044					
Кредитные линии, \$млн	1 193					

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

¹ За вычетом выплат по сделке с Marfrig в четвёртом квартале

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
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