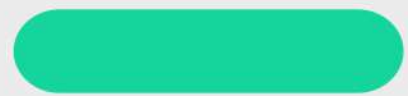


Cydsa, S.A.B. de C.V:

Экспозиция на Латинскую Америку



Торговая идея
по облигациям

Резюме: Cydsa

- Мексиканский химический гигант Cydsa продолжает сокращать объем долговых обязательств, улучшая показатели долговой нагрузки и демонстрируя при этом хорошие финансовые результаты. Облигации Cydsa продолжают восстанавливаться после коррекции в июле и в настоящий момент при адекватном уровне риска могут предложить доходность (MID) на уровне 8.1%, что на 373 б.п. больше интерполированной доходности пятилетней американской государственной облигации Т (4.375 08/31/2028).
- Принимая во внимание, что цикл ужесточения ДКП в США близок к своему завершению и с учетом ожиданий того, что в 1П2024 года запланировано первое смягчение денежно-кредитных условий, мы рекомендуем зафиксировать относительно высокую доходность по облигациям Cydsa с перспективой ее снижения на горизонте срока ее держания.

Характеристики облигаций: корпоративные необеспеченные еврооблигации, номинированные в долларах США, с фиксированным купоном 6.25%. Минимальный лот - \$200 000. Купон по облигациям выплачивается дважды в год (4 апреля и 4 октября). Общий объем выпуска составляет \$450 млн., из которых в течение 2022 года было выкуплено облигаций на сумму \$118.3 млн.



Cydsa – мексиканская химическая компания, осуществляющая деятельность по трем основным направлениям: химическая продукция, выработка тепловой и электрической энергии и подземное хранение сжиженных газов (партнерство с Pemex).

В настоящий момент Cydsa владеет более 20 дочерними предприятиями в 9 городах, обслуживая клиентов более чем в 15 странах мира. Компания была основана в 1945 году, а ее бизнес не подвержен экономическим циклам.

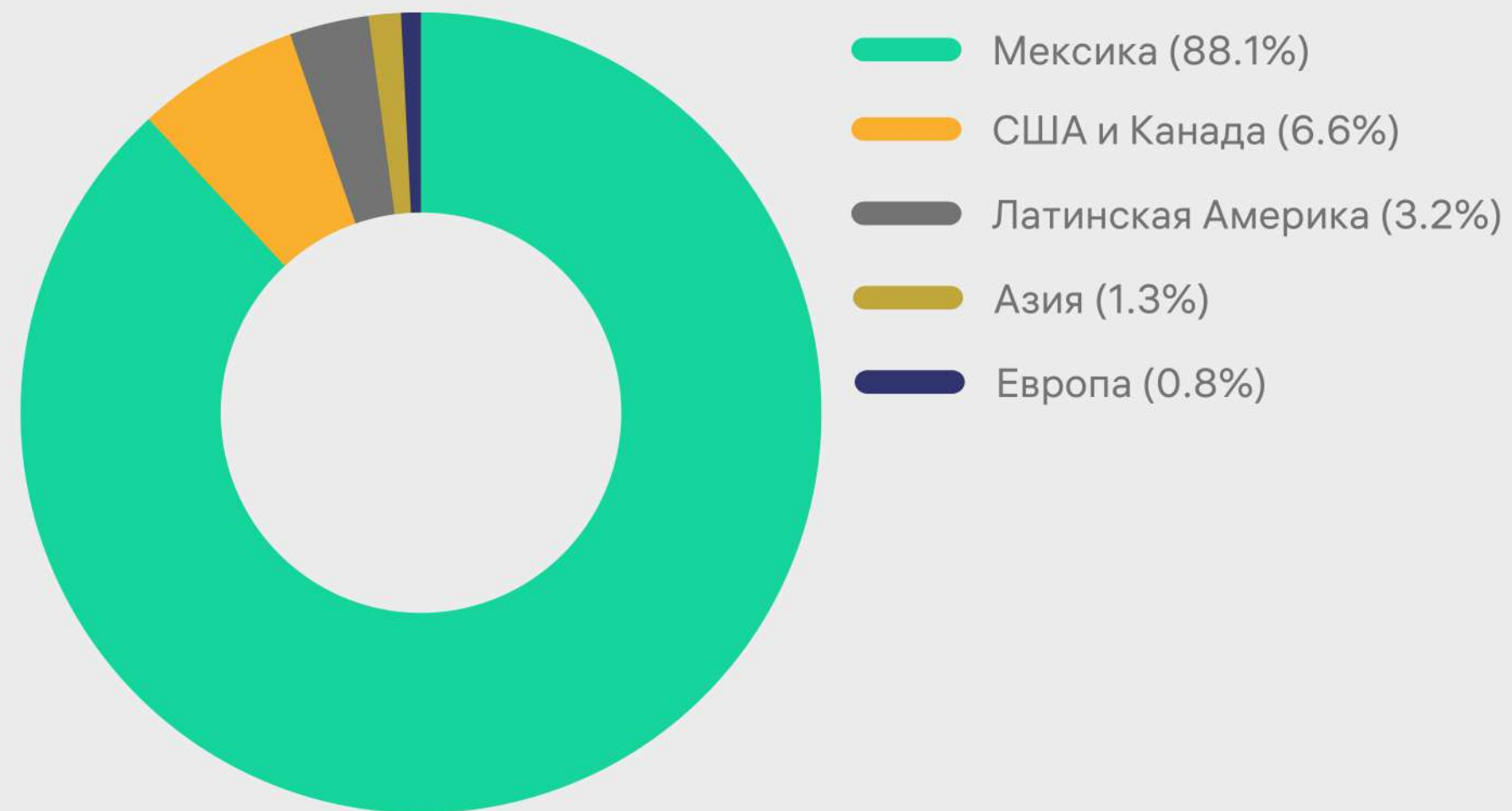
Характеристики облигаций: корпоративные необеспеченные еврооблигации, номинированные в долларах США, с фиксированным купоном 6.25%. Минимальный лот – \$200 000. Купон по облигациям выплачивается дважды в год (4 апреля и 4 октября). Общий объем выпуска составляет \$450 млн., из которых в течение 2022 года было выкуплено облигаций на сумму \$118.3 млн.

Следующий период, когда компания имеет право полностью и частично выкупить облигации запланирован на каждый октябрь с 2023 г. по 2025 г. В зависимости от срока использования возможности колл-опциона, обратный выкуп облигаций будет осуществляться по номиналу или по ценам выше номинала, что заметно выше сегодняшней стоимости облигации в 93.7. Однако, принимая во внимание текущий уровень цен, реализация данного события видится нам крайне маловероятной.

Стабильный и системообразующий бизнес

- Бизнес Cydsa достаточно стабилен. В настоящий момент отмечается ускорение темпов роста выручки во многом за счет роста отпускных цен на хлоро-щелочную продукцию и увеличение объема экспорта газов-хладагентов. Однако несмотря на предсказуемый характер деятельности в 2017 году был зафиксирован резкий рост выручки (+31%), который был связан с расширением производства каустической соды за счет модернизации производства в городе Monterrey.
- Практический весь объем доходов компания получает в Мексике (89% в 1П2023 г.) и за счет скорого введения новых мощностей на территории страны в прогнозном периоде ожидается увеличение операционных и, как следствие, финансовых показателей. Это также подтверждают прогнозные оценки экспертов, которые на горизонте следующих нескольких лет видят сохранение роста финансовых результатов и улучшение маржинальности бизнеса.
- Основную часть доходов компании формируют продажи хлора и каустической соды (43%), соли (25%) и хладагентов (25%). Порядка 7% от всего объема доходов приходятся на переработку, хранение и логистику сжиженных газов.

География доходов компании



Укрепление курса мексиканского песо

- Компании удалось извлечь все выгоды от продолжающегося укрепления курса мексиканского песо, которое позволило Cydsa заметно улучшить финансовые показатели в долларовом выражении в отчетном периоде. С начала года песо вырос к доллару более чем на 10% и на 31% с минимумов марта 2020 года. Накануне аналитики Bank of America посчитали, что впервые с 2003 года США импортируют из Мексики больше товаров, чем из Китая.
- Поскольку большая часть выручки компании формируется на локальном рынке, рост песо к доллару США снижает валютные риски для Cydsa. В настоящий момент курс валютной пары USDMXN составляет 17.46 и аналитики прогнозируют небольшое ослабление курса мексиканской валюты в прогнозном периоде.
- Примечательно, что темпы снижения валюты согласно консенсус-прогнозу Bloomberg будут составлять меньше прогнозного уровня инфляции в стране. Так, к примеру, аналитики ожидают курс USDMXN сложится на уровне 17.59 в 2024 год, а в 2025 году ослабление валюты прогнозируется до 18.08.

Ввод новых мощностей. Сотрудничество с Pemex

- В декабре 2019 года состоялась дополнительная эмиссия облигаций в объеме \$120 млн. Таким образом, размер выпуска CYDSA 6 ¼ 04.10.2027 был увеличен до \$450 млн. Привлеченные средства были использованы в строительстве нового современного завода по производству хлора и каустической соды в городе Coatzacoalcos.
- Компания прежде указывала, что модернизация производства будет завершена в конце 2022 года, однако сейчас срок ввода в эксплуатацию новых мощностей был сдвинут на вторую половину текущего года или на начало 2024 года. Предстоящий запуск нового завода позволит нарастить производство хлора на 100 тыс. тонн, а каустической соды на 112 тыс. тонн в год.
- В ноябре 2014 года Cydsa заключила соглашение с крупнейшей энергетической компанией Мексики – Petroleos Mexicanos (Pemex) на разработку системы переработки и подземного хранения сжиженного нефтяного газа (LPG) и с ноября 2017 года начала оказывать данные услуги.
- Активы энергетического направления Cydsa включают в себя специально спроектированную соляную пещеру, производственная мощность хранения которой составляет 1.8 млн баррелей сжиженного нефтяного газа (LPG) и надземную инфраструктуру способную обрабатывать, извлекать и транспортировать до 120 тыс. баррелей LPG в сутки. Данное сотрудничество по итогам 2022 года принесло компании порядка 917 млн песо или 6.7% от всего объема доходов компании.

Улучшение показателей долговой нагрузки

- Величина долга Cydsa с пикового 2021 года снизилась на 18.3% и на 11.9% с начала текущего года до 12.2 млрд песо. Большая часть долга представлена выпуском облигаций Cydsa 2027 года, а также синдицированным кредитом со сроком погашения в апреле 2026 года. Чистый долг, при объеме денежных средств в 2.1 млрд песо на конец 2к2023 г сложился на уровне 10.1. млрд песо, что на 0.8 млрд песо меньше, чем на начало года.
- Отношение показателя долг/EBITDA снизилось с начала года с 3.9х до 3.0х по сравнению с 5.3х в 2021 году. Чистый долг/EBITDA уменьшился с 3.1х до 2.5х по сравнению с 3.8х в 2021 году. Коэффициент покрытия процентов (interest coverageratio) вырос до 4.4х (LTM) против 1.8х в 2021 году и 3.3х в 2022 году.



Финансовые результаты

- В первом полугодии 2023 года выручка Cydsa увеличилась на 9% в песо и на 22% в долларах США. Более резкий рост выручки в валюте был связан с укреплением курса мексиканского песо к доллару США в январе-июне на 10.3% до 18.18 (20.27 в 1П2022 г).
- Операционная прибыль в январе-июне 2023 года выросла на 56.1% до 1 683 млн песо, а маржа операционной прибыли увеличилась с 16.8% до 24.1%. Чистая прибыль выросла более чем в два раза с 500 млн до 1 036 млн песо. Маржа чистой прибыли в первом полугодии повысилась до 14.8% по сравнению с 7.8% в аналогичном периоде прошлого года.
- Чистая прибыль по оценкам экспертов увеличится в 2023 году до 1 823 млн песо (1 218 млн песо в 2022 году) и продолжит расти в прогнозном периоде. Аналитики прогнозируют увеличение прибыли в 2024 году на 6.1% до 1 935 млн песо и на 27.3% до 2 463 млн песо в 2025 году. При этом более резкие темпы роста прибыли позволят компании нарастить маржинальность.

Если прежде рынок ожидал, что первое снижение ставок ФРС состоится осенью текущего года, то в настоящий момент данные ожидания сместились на весну 2024 года, что предполагает возможность в текущем периоде зафиксировать высокую процентную ставку, которая в настоящий момент превышает 8%.

На сегодняшний день рынок видит четыре эпизода снижения ставки в 2024 году с шагом в 25 б.п. до 4.25-4.50% годовых что потенциально может привести к росту стоимости облигаций, и как следствие к снижению их доходности.

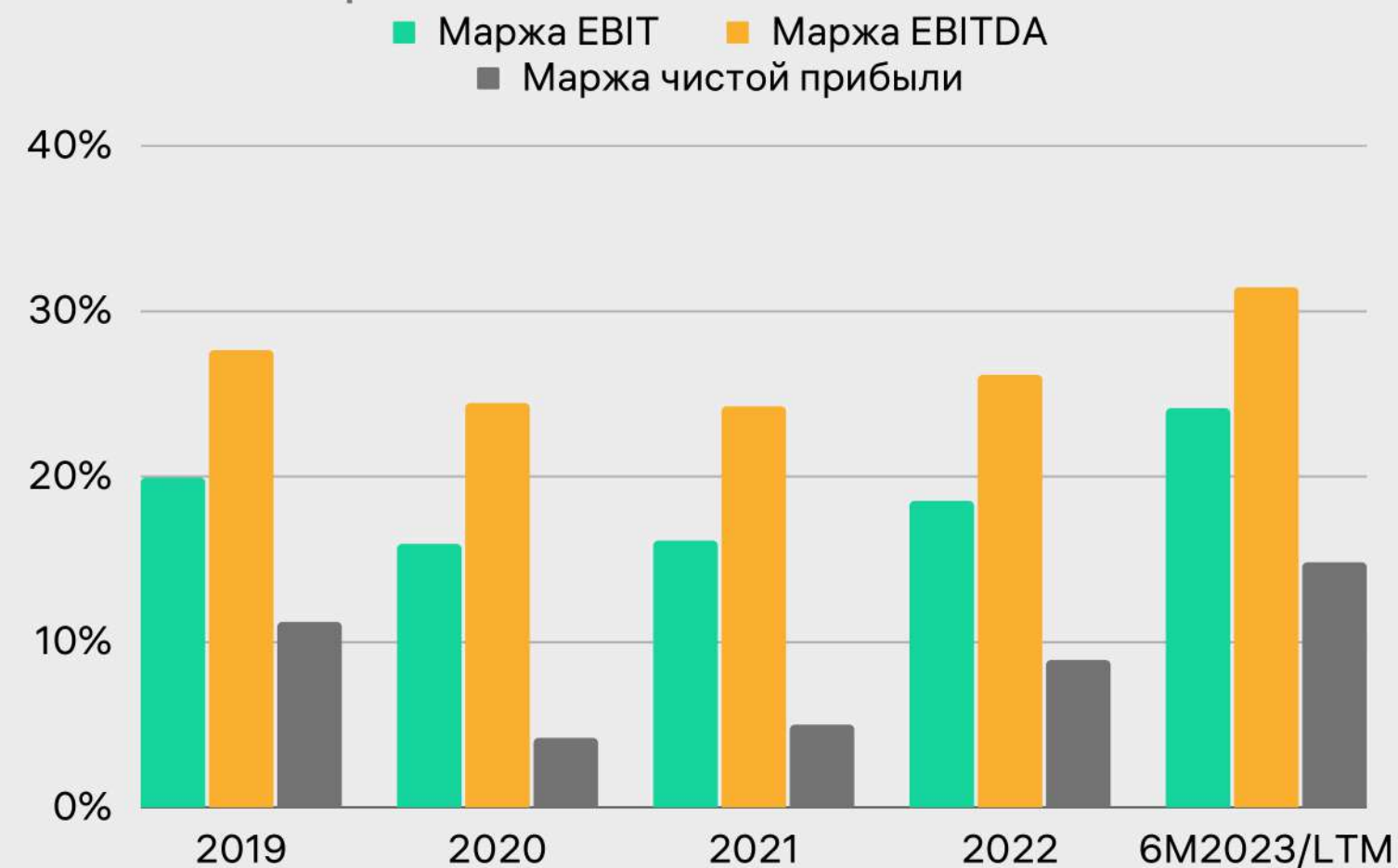
При адекватном уровне риска еврооблигаций химического мексиканского гиганта Cydsa могут предложить доходность на уровне 8.0%. Компания продолжает улучшать финансовые показатели и показатели долговой нагрузки. В прогнозный период ввод новых мощностей позволит ощутимо улучшить операционные и финансовые показатели, что в конечном счете положительно скажется на показателях долговой нагрузки.

С учетом вышеизложенного мы рекомендуем покупать еврооблигации Cydsa 2027 с доходностью не менее 7.9-8.0%.

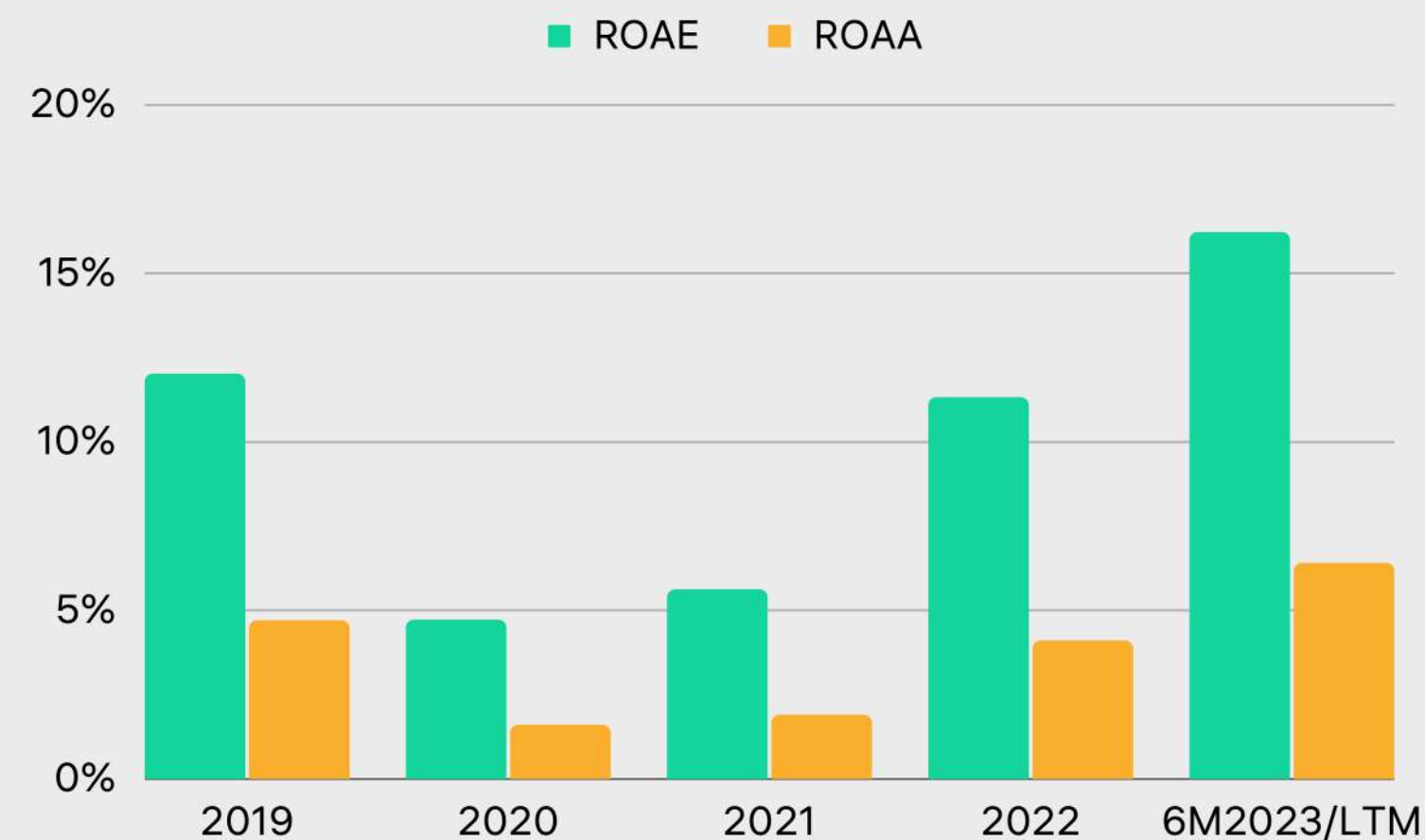
Выводы и рекомендации

Финансовые показатели

Показатели маржинальности

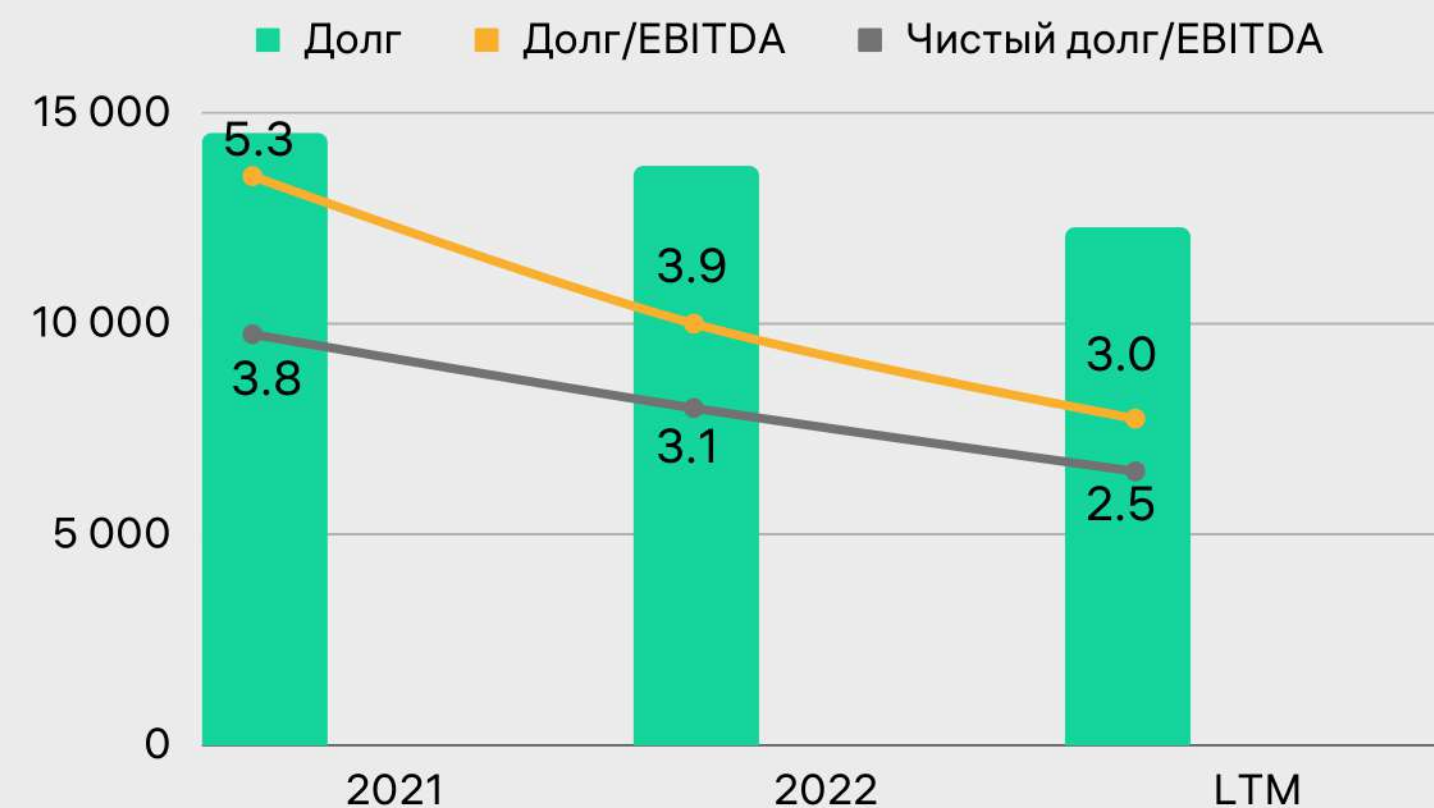


Показатели рентабельности

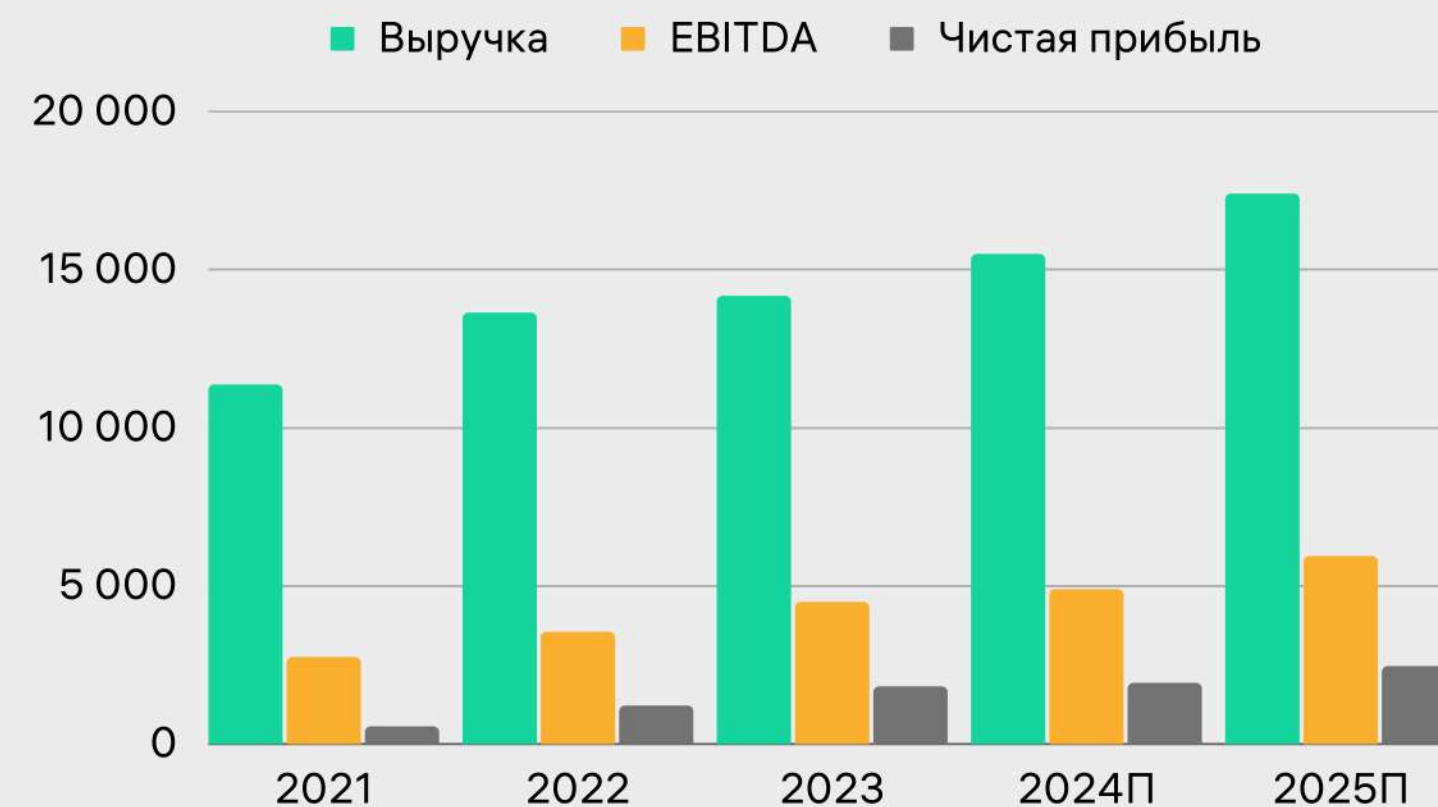


Финансовые показатели

Долговая нагрузка, млн MXN



Финансовые результаты, млн MXN



Контактная информация

Департамент торговых идей
E-mail research@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN

Factset
Halyk Finance

Департамент продаж
E-mail sales@halykfinance.kz

Refinitiv
Halyk Finance

Capital IQ
Halyk Finance



www.halykfinance.kz



+7 (727) 339 43 77



пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан

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».

© 2023 г., все права защищены

