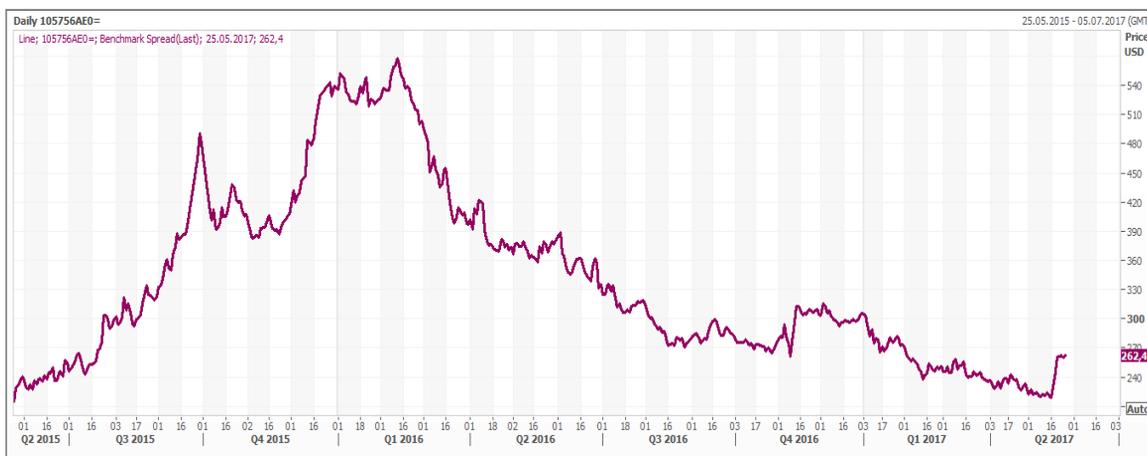


Бразильский политический кризис. Обзор еврооблигаций бразильских эмитентов

Неделю назад стало известно: политический кризис в Бразилии после импичмента Дилмы Руссефф не закончился, а только временно сбавил обороты. В центре нового скандала действующий президент Мишел Темер, обвиняемый в получении взятки от представителей крупнейшей в мире компании-производителей мясной продукции JBS SA. Сколько времени острая фаза продлится и какими будут последствия для рынков уверенно предсказать сейчас нельзя.

Бразильский фондовый индекс BOVESPA подешевел на этом более чем на **10%**, акции компаний – основных фигурантов расследования потеряли **до 40%** стоимости. Отреагировал и долговой рынок:

- спред доходности бразильских 10-летних долларовых суверенных бондов к 10-летним US Treasuries вырос на 40 б.п. до уровней января 2017 г.;



Источник: Reuters

- доходности евробондов бразильских корпораций прибавили 1-4 п.п. в зависимости от степени вовлеченности эмитента в скандал;
- реальная доходность облигаций в бразильских реалах достигла максимумов на всем emerging markets: реальная доходность бразильских пятилетних суверенных бондов оценивается в 6,5% годовых – это на 60% больше чем доходность индийских облигаций, идущих на втором месте.

Реальная доходность облигаций



Источник: Reuters, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Бразильский политический кризис. Обзор еврооблигаций бразильских эмитентов

Из графика спреда бразильских долларовых бондов и UST очевидно, что потенциал дальнейшего расширения спреда огромен, но случится это только при условии совпадения двух факторов: дальнейшей раскрутки маховика политического кризиса (т.е. импичмента президента и торможения заявленных реформ), а также нового этапа падения сырьевых цен и цен на сельхозпродукцию.

Это риск, которые несет в себе покупка любых бразильских активов.

Отдельного внимания заслуживают ценные бумаги компаний, плотно вовлеченных в скандал: в их случае доля неопределенности очень высока, что по-разному компенсируется доходностью.

Поэтому мы разделили выборку наиболее интересных с нашей точки зрения евробондов бразильских эмитентов на две группы: бумаги компаний, находящихся или потенциально способных оказаться в центре скандала и бумаги, по которым предлагаются привлекательные ставки доходности, но эмитенты при этом не имеют прямого отношения к ситуации.

I. В центре скандала: JBS SA, BRF SA и Petrobras:

Наименование эмитента	Цена	Рейтинг Bloomberg*	YTM	Дюрация	ISIN	Дата Call-опциона	YTC**
JBS, 6.25% 5feb2023	87,6	BB	9,1	4,5	USA9617TAA90	05.02.2018	32,4
JBS, 7.75% 28oct2020	95,0	BB	9,5	2,9	USA29866AA70	28.10.2017	31,0
JBS, 7.250% 1jun2021	99,0	BB-	7,5	3,4	USU0901CAC48	22.06.2017	57,1
JBS, 5.875% 15jul2024	98,1	BB-	6,2	5,6	USU0901CAG51	15.07.2019	8,2
JBS, 5.75% 15jun2025	97,0	BB-	6,2	6,2	USU0901CAJ90	15.06.2020	7,7
Petrobras, 6.125% 17jan2022	103,9	BB-	5,2	3,9	US71647NAR08	-	-
Petrobras, 8.375% 23may2021	112,1	BB-	5,0	3,4	US71647NAP42	-	-
Petrobras, 5.375% 27jan2021	102,2	BB-	4,7	3,2	US71645WAR25	-	-
BRF - Brasil Foods, 5.875% 6jun2022	106,1	BBB-	4,5	4,2	USP1905CAA82	-	-

Источник: Bloomberg, цены указаны индикативно

* Композитный рейтинг международных агентств

** Yield to Call-Option – доходность к call-оферте

Бразильский политический кризис. Обзор еврооблигаций бразильских эмитентов

II. Прочие пострадавшие

Наименование эмитента	Цена	Рейтинг Bloomberg*	YTM	Дюрация	ISIN	Дата Call-опциона	YTC**
Rumo Logistica, 7.375% 9feb2024	103,3	BB-	6,8	4,5	USL79090AA13	09.02.2021	7,2
Tupy, 6.625% 17jul2024	103,1	BB-	6,1	4,2	USL9326VAA46	17.07.2019	6,5
Eletronbras, 5.750% 27oct2021	102,3	BB-	5,1	3,8	USP22854AG14	-	-
Cosan, 5% 14mar2023	101,2	BB	4,8	3,4	USL20041AA41	14.03.2018	6,6
Braskem, 5.375% 2may2022	104,1	BB+	4,5	4,3	USG1315RAG68	-	-
Votorantim S.A., 6.750% 5apr2021	107,9	BB+	4,3	3,4	USG9400PAA24	-	-
Braskem, 5.750% 15apr2021	105,3	BB+	4,2	3,4	USG1315RAD38	-	-
Gerdau, 5.750% 30jan2021	104,7	BBB-	4,4	3,2	USG3925DAA84	-	-

Источник: Bloomberg, цены указаны индикативно

* Композитный рейтинг международных агентств

** Yield to Call-Option – доходность к call-оферте

Далее подробнее об эмитентах:

[JBS SA](#)

[BRF SA](#)

[Petrobras](#)

[Rumo Logistica Operadora](#)

[Tupy Overseas](#)

[Centrais Eletricas Brasileiras SA](#)

[Cosan](#)

[Braskem](#)

[Votorantim Group](#)

[Gerdau SA](#)

JBS SA

О компании:

JBS - крупнейший в мире производитель мясной продукции с диверсифицированной структурой производства и сбыта: в 2016 г. выручка южноамериканских бизнес-юнитов компании (в основном бразильских) составила всего 28%, остальное заработали американские подразделения. В показателе EBITDA вклад активов, дислоцирующихся в США, составил 68%.

При этом на экспорт ориентированы только бразильские производства: 44% продаж в 2016 г. – экспорт, в основном в Китай (20%), страны Африки и Ближнего Востока (13%), Японию (12%).

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	167,4	170,4	162,9
ЕБИТДА	12,5	11,3	13,3
ЕБИТДА margin	7,4%	6,6%	8,2%
Чистая прибыль	3,3	0,4	4,6
Чистый долг	44,3	46,9	47,0

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM* (норма < 3,5)	4,2
Чистый долг/ЕБИТДА NTM* (норма < 3,5)	3,6
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	2,0

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

* Здесь и далее: LTM – предыдущие 12 месяцев, NTM – последующие 12 месяцев

Долговая нагрузка компании выше нормальных значений. Ситуация может ухудшиться через два месяца: показатель Чистый долг/ЕБИТДА LTM после публикации отчетности за II кв. 2017 г. вероятнее всего вырастет - это последствия срыва поставок мясной продукции, связанных с «мясным скандалом».

При принятии решения об инвестициях в JBS необходимо отдавать себе отчет в том, что компания в центре всех бразильских скандалов последнего времени: именно в интересах JBS как сообщается в прессе Мишел Темер получал взятки. В ответ президент обвинил компанию в подделке доказательств и инсайдерской торговле акциями. На данном этапе звучат оценки возможного штрафа в отношении JBS в \$3,4 млрд. за досудебное урегулирование дела о коррупции, но в случае, если будет доказан факт манипулирования ценными бумагами, сумма штрафа возрастет. По нашим расчетам, если компанию обязывают выплатить \$3,4 млрд., это повысит соотношение чистого долга к ЕБИТДА до 4,8 в 2017 г., что существенно ухудшит кредитный профиль, приведет к снижению рейтингов эмитента.

По всем имеющимся в обращении на данный момент еврооблигациям JBS предусмотрены call-оферты. Вероятнее всего, исполнены они не будут до тех пор, пока не наступит ясность в части последствий сегодняшней ситуации для компании. **Покупка еврооблигаций JBS – самая рискованная на сегодняшний момент, но риск окупается повышенной доходностью.**

BRF SA

О компании:

Компания – крупнейший в мире экспортер мяса птицы. BRF, равно как и JBS, пострадает из-за «мясного дела». Причем срыв поставок отразится на BRF скорее всего даже сильнее чем JBS, поскольку география производственных мощностей компании не столь широка: все они расположены в Бразилии, а значит, все производство попадает под риск.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	35,0	33,7	32,2
ЕБИТДА	4,2	2,7	5,5
ЕБИТДА margin	12,1%	8,1%	17,2%
Чистая прибыль	0,8	-0,4	2,9
Чистый долг	8,6	11,9	7,3

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	4,0
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	2,0
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	1,5

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Долговая нагрузка компании высока, риски тоже, и при этом они не компенсируются в полной мере доходностью.

Petrobras

О компании:

Petrobras всегда в центре скандалов: именно с коррупции в Petrobras началось масштабное расследование в Бразилии три года назад. Сейчас компания на первый взгляд в стороне, но учитывая специфику ситуации все может быстро измениться.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	301,5	282,6	321,6
ЕБИТДА	94,4	88,7	76,8
ЕБИТДА margin	31,3%	31,4%	23,9%
Чистая прибыль	24,0	-14,8	-34,8
Чистый долг	295,7	316,7	395,2

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Финансовые результаты Petrobras улучшаются. Согласно консенсус-прогнозу Reuters, в 2017 г. компания может получить чистую прибыль – впервые с 2013 г. За I кв. 2017 г. Petrobras получил самую высокую чистую прибыль за два года и рекордную за всю историю квартальную операционную прибыль.

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	3,3
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	3,1
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	0,8

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Кредитный профиль тоже становится лучше. В феврале S&P повысило рейтинги эмитента, доходности облигаций вернулись к уровням, характерным для времен нефтяных цен \$100+. На фоне нового витка правительственного кризиса доходность бондов Petrobras с погашением в 2020 г. выросла в пределах 0,8 п.п., а интересными для покупки видятся еврооблигации с погашением в 2021 г. и купоном 8,375% годовых.

Rumo Logistica Operadora

О компании:

Крупнейший в Латинской Америке независимый железнодорожный логистический оператор. Компания образована в 2008 г., в 2015 г. произведено слияние с America Latina Logistica, которое и сделало объединенную компанию крупнейшей.

Сейчас Rumo управляет около 12 тыс. км железнодорожных путей, компании принадлежит 1 тыс. локомотивов, 25 тыс. вагонов, складские и распределительные мощности, в т.ч. доли в шести портовых терминалах.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	5,9	5,0	4,8
ЕБИТДА	2,7	2,0	1,9
ЕБИТДА margin	45,7%	40,5%	39,9%
Чистая прибыль	-0,1	-0,7	-0,2
Чистый долг	9,9	8,9	8,3

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Свыше 80% совокупного объема перевозок – продукция с/х сектора, причем в общем объеме перевозок более 70% - соевые бобы и продукты их переработки. Все это повышает зависимость Rumo от состояния бразильской пищевой промышленности. Соответственно сегодняшние скандалы косвенно отражаются на бизнесе Rumo и несут угрозу.

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	4,0
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	3,7
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	0,5

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

По облигациям Rumo предусмотрена call-оферта в феврале 2021 г. по цене 103,688% от номинала. Если процентные ставки в долларовой зоне продолжат расти, оферта вероятно не будет исполнена, держатели облигаций будут подвержены рыночному риску снижения цены бумаги из-за длинной дюрации.

Тур Overseas

О компании:

Крупный производитель автомобильных запчастей, в основном чугунных блоков для двигателей. 80% выручки – экспорт продукции, преимущественно в Северную Америку. Производственные мощности расположены в Бразилии и Мексике.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	3,3	3,3	3,4
ЕБИТДА	0,5	0,3	0,6
ЕБИТДА margin	14,6%	10,4%	17,4%
Чистая прибыль	0,1	-0,2	0,2
Чистый долг	0,6	0,7	1,0

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

У компании невысокая долговая нагрузка, и подушка ликвидности, оцениваемая около 50% капитализации.

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	2,1
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	1,3
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	1,0

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Риски покупки еврооблигаций эмитента заключаются скорее в цикличности автомобильной отрасли, а не внутренними бразильскими проблемами. **Бумаги практически не отреагировали на произошедшие события, тем не менее, их по-прежнему можно купить с высокой доходностью.** Облигационный долг для эмитента достаточно дорог, что повышает вероятность исполнения call-оферты в 2019 г., а это выгодно держателям евробондов, поскольку сокращает их рыночные риски.

Centrais Eletricas Brasileiras SA

О компании:

Бразильская государственная энергокомпания (доля государства 63%) – аналог российского ПАО ЕЭС. Контролирует генерирующие активы (установленная мощность 45 ГВт, 32% суммарных бразильских генерирующих мощностей), распределительные (доля рынка 47%) и сбытовые. Компания занимает 10-е место в мире по установленной мощности станций.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2016	2015
Выручка	60,7	32,6
ЕБИТДА	3,5	2,6
ЕБИТДА margin	5,8%	8,0%
Чистая прибыль	3,5	-15,0
Чистый долг	40,8	39,4

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Почти двукратный рост выручки в 2016 г. не должен вводить в заблуждение: по факту это государственная дотация за недополученные с 2012 г. доходы и компенсация инвестиционных затрат.

У компании огромный долг при отрицательной ЕБИТДА в 2012-2015-х гг. (без корректировок). Соотношение чистого долга к скорректированной ЕБИТДА 11,7х. Centrais Eletricas Brasileiras планировала сокращать долговую нагрузку за счет продажи части распределительных и сбытовых активов. Теперь дальнейшая судьба сделок под вопросом, равно как и готовность государства поддержать компанию при неблагоприятном развитии ситуации.

Вероятность отказа от выплат по еврооблигациям с нашей точки зрения на сегодняшний день мала, но доходность недостаточна для покрытия рисков, которые сопутствуют инвестициям в эту бумагу.

Cosan

О компании:

Бразильская холдинговая компания, контролирующая ряд энергетических и логистических активов, в том числе Rumo Logistica Operadora.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	54,1	47,0	43,8
ЕБИТДА	5,5	4,5	4,2
ЕБИТДА margin	10,2%	9,6%	9,5%
Чистая прибыль	0,7	1,0	0,6
Чистый долг	14,3	10,1	11,5

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	2,6
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	1,6
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	1,2

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Доходность облигаций практически не изменилась после начала правительственного кризиса. Компания представляет из себя вполне диверсифицированный качественный холдинг с относительно небольшой долговой нагрузкой. Но длина облигации увеличивает рыночные риски для ее держателей.

Braskem

О компании:

Компания – производитель химической продукции: термопластика, резин, полиэтиленов и тд.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	48,3	47,7	47,3
ЕБИТДА	11,5	11,5	9,4
ЕБИТДА margin	23,9%	24,1%	19,8%
Чистая прибыль	2,9	-0,5	2,9
Чистый долг	14,5	17,5	21,1

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Отметим, что приведенные оценки чистого долга - расчеты компании, и они учитывают пассив – проектное финансирование, объемом более 12 млрд. BRL по состоянию на 31 декабря 2015 г.

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	1,9
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	1,3
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)	Отриц.

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Кредитная нагрузка комфортная, но операционной прибыли недостаточно для покрытия процентных платежей. Кроме того, S&P поместило кредитный рейтинг компании на Credit watch: учитывая негативный прогноз, вероятно скорое понижение рейтинга. С учетом обозначенных факторов ожидаем снижения цены еврооблигаций Braskem.

Votorantim Group

О компании:

Крупный бразильский конгломерат: производство алюминия, цемента, целлюлозы, собственный банк.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2016	2015
Выручка	26,7	29,3
ЕБИТДА	4,3	7,0
ЕБИТДА margin	16,0%	23,8%
Чистая прибыль	-1,3	0,4
Чистый долг	14,3	20,6

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Компания непубличная, но готовится IPO. Соотношение чистого долга к ЕБИТДА на 31 декабря 2016 г. 3,3х.

Еврооблигации компании с нашей точки зрения справедливо оценены.

Gerdau SA

О компании:

Один из крупнейших производителей стали на американском континенте.

Финансовые показатели:

BRL, млрд.	2017F	2016	2015
Выручка	37,5	37,7	43,6
ЕБИТДА	4,5	4,0	4,5
ЕБИТДА margin	11,9%	10,8%	10,3%
Чистая прибыль	0,6	0,1	0,7
Чистый долг	13,7	14,5	19,5

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Коэффициенты долговой нагрузки:

Коэффициент	Значение
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (норма < 3,5)	4,9
Чистый долг/ЕБИТДА NTM (норма < 3,5)	3,1
Коэффициент покрытия процентов ICR (норма >1,5)*	0,7

Источник: Reuters, данные эмитента, расчеты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

* Показатель скорректирован на обесценение активов

Доходность евробондов Gerdau выросла на 40 б.п. S&P поместило рейтинг компании в Credit Watch. Вероятно понижение рейтинга до уровня BB+, что позволит купить евробонды компании под еще более высокую доходность.

Контакты

8 800 700 00 55

8 (812) 611 00 00

8 (495) 981 06 06

Санкт-Петербург, ул. Марата, 69-71

Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

Москва, Последний пер., 11, стр.1

Бизнес-центр «ЯН-РОН»

retail-saleskf@brokerkf.ru

www.brokerkf.ru

КИТ Финанс (ПАО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ФСФР России выданы на осуществление:

- дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003,
- брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003,
- деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012,
- депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003.

Без ограничения срока действия.

Материал подготовлен специалистами КИТ Финанс (ПАО).

При частичном или полном использовании материала, содержащегося в настоящем обзоре, ссылка на источник обязательна.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях.

Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ПАО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ПАО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ПАО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации.

КИТ Финанс (ПАО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

КИТ Финанс (ПАО) не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от КИТ Финанс (ПАО). Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.