

БОРЖОМИ: ЛИДЕР РЫНКА МИНЕРАЛЬНОЙ ВОДЫ В РОССИИ

ООО «Боржоми Финанс» (входит в Группу «Боржоми») 15 февраля планирует начать сбор заявок на новый выпуск облигаций серии 001P-02 объемом не менее 4,0 млрд руб., сроком погашения 3 года и офертой через 1,5 года. Ориентир по ставке квартального купона определен на уровне не выше 17,40%, что транслируется в доходность к оферте не более 18,57%.

Поддержку бизнес-профилю компании оказывают лидерские позиции на рынках присутствия, а также сильный портфель брендов с достаточным уровнем диверсификации. Рентабельность по EBITDA стабилизировалась у комфортных значений (19–23%). Отметим низкий уровень долговой нагрузки и рисков рефинансирования.

Один из лидеров рынка бутилированной минеральной воды

Группа компаний «Боржоми» (далее Группа, компания) – один из крупнейших производителей бутилированной минеральной воды на территории СНГ. Группа занимает лидирующие позиции на рынках присутствия (~20% рынка в России и около 50% – в Грузии).

Основные производственные площадки компании расположены в России: четыре завода – в Московской области, Липецке, Костроме и Новосибирске (бренды – «Святой источник» «Эдельвейс»). Два завода находятся в Грузии («Боржоми»). Отметим, что у компании также есть активы на Украине (бренды «Моршинская» и «Миргородская»), подробнее о них ниже.

Ключевым для Группы рынком является Россия – ее доля в консолидированной выручке по итогам 1П23 достигла 55% по сравнению с 53% в 1П22. В то же время доля Украины составила 25%, Грузии и Казахстана – по 5%, Беларуси – 3%, прочих стран – около 7%.

Головной компанией Группы является RISSA INVESTMENTS LIMITED, которая получила кредитные рейтинги локальных агентств, бенефициары Альфа-Групп имеют долю ниже контрольной – 49,99%, правительство Грузии владеет 7,73% (пакет был безвозмездно передан в 2022 г.), прочим акционерам принадлежит 42,28%.

Уверенное восстановление бизнеса после кризисного периода

Группа публикует отчетность в долларах США, но мы провели анализ финансового профиля по отчетности в рублях, так как более половины выручки приходится на Россию.

Стоит отметить, что даже в кризисном 2022 г. Группа снизила выручку всего на 7% г/г до 38,2 млрд руб. благодаря росту цен на продукцию, который частично компенсировал сокращение продаж в натуральном выражении (-12% г/г до 1,6 млрд бутылок).

При этом уже по итогам 1П23 на фоне роста объема продаж (+15% г/г до 877 млн бутылок) выручка увеличилась на 19% г/г до 23,2 млрд руб. Около 50% продаж в натуральном выражении приносят продажи бренда «Святой источник», порядка 20% – «Боржоми», остальное – другие бренды.

Группа демонстрирует стабильный уровень рентабельности по EBITDA – около 23% в 1П23 (19% – в кризисном 2022 г.). Отметим, что основной вклад в EBITDA вносят продажи бренда «Боржоми» (более 50%), «Святой источник» – более 30%, остальные бренды – существенно меньше.

Группа генерирует положительный свободный денежный поток (3,8 млрд руб. в 1П23), что позволило существенно снизить долг и увеличить объем денежных средств.

Долговая нагрузка на низких уровнях, риски рефинансирования несущественны

Чистый долг по итогам 1П23 сократился на 35% п/п до 7,3 млрд руб. в основном благодаря увеличению запаса денежных средств (+63% п/п до 7,5 млрд руб.). Таким образом, соотношение «чистый долг/EBITDA» составило вполне комфортные 0,8х.

Краткосрочные обязательства на конец 1П23 составили 57% от общего долга и были почти полностью представлены локальными облигациями (7 млрд руб.) с офертой в феврале 2024 г. Компания объявила о досрочном погашении этого выпуска 23 февраля. Мы не исключаем, что привлеченные средства от нового выпуска облигаций будут направлены на объявленную сделку.

Юрий Голбан

 +7 (495) 287 61 00 доб. 5 64 53
 Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Эмитент	ООО «Боржоми Финанс»
Головная компания и поручитель	RISSA INVESTMENTS LIMITED
Оференты:	ООО «ИДС Боржоми» ООО «Аква Стар» ООО «Эдельвейс Л» ООО «Компания Чистая вода» ООО «Завод Святой Источник»
Серия	001P-02
Объем	Не менее 4 млрд руб.
Погашение	3 года
Оферта	1,5 года
Купонный период	91 день
Ориентир по ставке купона	Не выше 17,40%
Ориентир по доходности	Не выше 18,57%
Рейтинги	
Поручителя: АКРА	A-(RU)
Эксперт РА	ruA-

Стоит отметить, что Группа удерживает долговую нагрузку на низких уровнях – в отчете эмитента облигаций за 4К23 показатель консолидированной долговой нагрузки по итогам 2023 г. составил 0,7х.

События 2022 г. оказали умеренно негативное влияние на профиль Группы

В своих отчетах по МСФО за 2022 г. и 1П23 компания отмечает основные последствия:

- Группа столкнулась с ограничениями в платежах между своими компаниями в разных странах, с логистическими разрывами, временными приостановками производства, однако проблемы были оперативно решены в 2022 г.
- «В мае 2022 года все акции всех дочерних компаний Группы в Украине были арестованы». Однако это не привело к потере права собственности над этими активами, и Группа продолжает консолидировать их результаты (последние данные за 1П23).

Сильный бизнес-профиль

Участники рынка прогнозируют, что спрос на минеральную воду в России в среднесрочной перспективе будет расти, поддерживаемый трендами на здоровый образ жизни. Как следствие, мы ожидаем, что Боржоми, как один из лидеров рынка, будет бенефициаром этого процесса. Кроме этого, Группа планирует развивать направление экспорта в страны СНГ.

Из ключевых рисков для кредитоспособности Группы стоит отметить возможность потери активов на Украине. Однако оценка вероятности наступления этого сценария представляется невозможной. В случае его реализации и списания активов негативный эффект на финансовый профиль компании будет весьма умеренным, так как их доля в бизнесе невелика – около 10% в EBITDA по итогам 2022 г.

Отметим, что рейтинговые агентства «АКРА» и «Эксперт РА» в 2023 г. подтвердили рейтинги головной компании Группы на уровне «А-» на фоне прохождения кризисного периода и снижения неопределенности.

Мы считаем бизнес-профиль Боржоми достаточно устойчивым. Отмечаем лидерские позиции на рынках присутствия, сильные бренды в портфеле и хороший уровень диверсификации. Рентабельность компании стабильна около 19–23%, долговая нагрузка низка, при этом риски рефинансирования невысоки.

Ковенантный пакет усиливает позиции инвесторов

Дополнительными факторами усиления структуры выпуска являются поручительства со стороны головной компании и основных операционных компаний Группы, а также обширный ковенантный пакет. Среди событий, при наступлении которых инвесторы получают право требования досрочного погашения, мы выделяем:

- отчуждение более 5% активов Группы (не включая активы на Украине);
- отзыв кредитных рейтингов RISSA INVESTMENTS LIMITED;
- снижение рейтингов RISSA INVESTMENTS LIMITED из-за изменения структуры акционеров;
- превышение консолидированным показателем «чистый долг/ЕБИТДА» уровня 3,0х.

Группа «Боржоми»: консолидированные финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2019	2020	2021	2022	Г/Г	1П23	ИЗМ.
Выручка	31,8	33,3	41,1	38,2	-7%	23,2	19%
Скорр. EBITDA	7,1	7,8	8,4	7,2	-14%	5,4	56%
Активы	26,4	27,3	37,8	33,5	-11%	43,2	29%
Капитал	8,6	9,4	12,3	12,3	0%	17,5	43%
Чистый долг	5,9	6,9	12,3	11,3	-8%	7,3	-35%
Операционный денежный поток	4,6	5,3	5,0	3,9	-23%	5,1	59%
Капзатраты	-2,1	-4,6	-8,2	-2,7	-67%	-1,2	3%
СДП	2,5	0,6	-3,2	1,2	-	3,8	93%
Рентабельность по EBITDA	22%	23%	20%	19%		23%	
Чистый долг/EBITDA	0,8	0,9	1,5	1,6		0,8	
СДП/Чистый долг	42%	9%	-26%	10%		47%	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.