

# Комментарий к первичному размещению рублевых облигаций группы Боржоми (ruA-)

В феврале запланировано дебютное размещения рублевых облигаций группы Боржоми (ruA-) на сумму не менее 5 млрд руб. и сроком обращения пять лет. Структура выпуска предусматривает пут-опцион через три года. Индикативный диапазон доходности пока не обнародован. На наш взгляд, справедливая доходность с учетом премии за дебют должна составлять не менее YTP 7,1-7,3%, что предполагает премию к ОФЗ в размере 200 б.п. Доходность обращающихся облигаций эмитентов аналогичной рейтинговой категории (таких как О'кей, Белуга групп, Сегежа) находится приблизительно на этом же уровне.

**Описание эмитента:** Группа Боржоми - известный производитель бутилированной минеральной воды, занимающий лидирующие рыночные позиции на постсоветском пространстве. Производственные мощности включают в себя семь заводов (в России, Грузии и на Украине) и 29 производственных линий общей мощностью более 200 млн бутылок в месяц. Портфель брендов объединяет такие наименования как "Боржоми" (38% выручки и 44% EBITDA группы), "Святой источник", "Моршиньска" и т.д. По итогам 2019 г. продажи в бутылках составили 1 670 млн шт. (+15% год к году). Крупнейшим бенефициарным владельцем с 2012 г. выступает Альфа групп с долей 60% (остальное - миноритарии).

К наиболее сильным сторонам кредитного профиля компании, на наш взгляд, относятся:

- Высокая узнаваемость основного бренда и долгая история существования
- Ведущие позиции на основных рынках присутствия
- Хорошие перспективы роста ввиду все еще невысокого уровня потребления бутилированной воды в России по сравнению со странами Европы и США
- Сильные кредитные метрики, низкий левверидж, высокие темпы роста выручки до начала пандемии
- Ограниченные регуляторные риски

В качестве главных рисков мы выделяем:

- Невысокая информационная прозрачность
- Активная стадия инвестиционного цикла
- Неблагоприятная операционная среда на фоне распространения COVID-19

**Обзор финансового состояния:** По данным консолидированной отчетности

за 2020 г. общий оборот группы Боржоми составил \$470 млн (-7% год к году). В географической структуре выручки лидируют Россия и Украина с долями продаж 43 и 39% соответственно. Показатель EBITDA по итогам прошлого года составил \$96 млн (-14% год к году). Таким образом рентабельность по EBITDA опустилась до 20,4% vs 22,2% годом ранее.

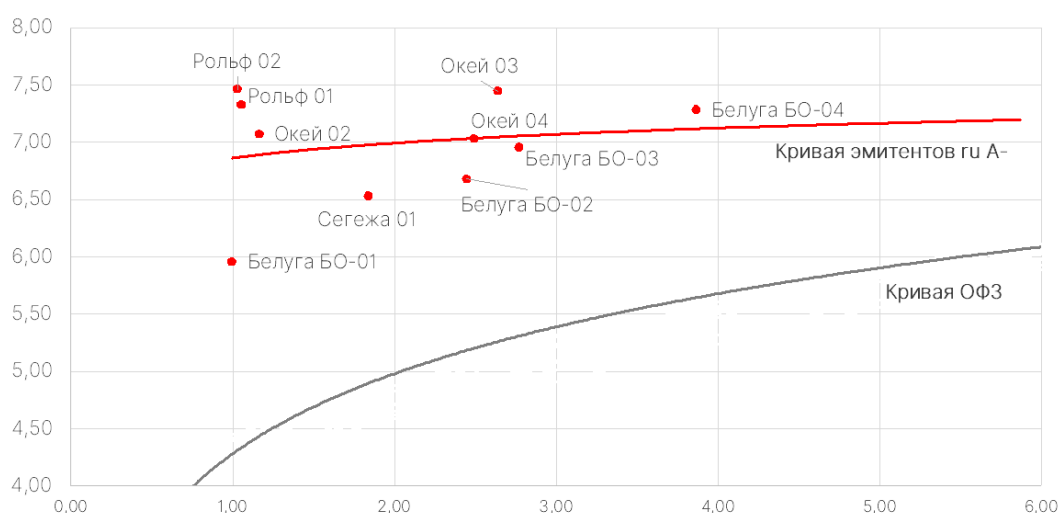
Исторически группа придерживается консервативной политики в части управления долгом. Как правило инвестиционные расходы покрывались за счет собственного операционного потока. В результате долговая нагрузка, рассчитанная как чистый долг/EBITDA, по итогам 2020 г. оценивалась в районе 1,2х. Порядка 60% заимствований номинированы в российских рублях и представлены залоговыми кредитами крупнейших банков. Максимальный объем погашений (примерно 40%) приходится на 2022 г. На ближайший год объем накопленной ликвидности полностью покрывает потребности рефинансирования. Целью выпуска дебютных рублевых облигаций станет рефинансирование займов грузинского дивизиона, что поможет оптимизировать валютные риски.

В 2020 г. Боржоми начала активное финансирование ряда инвестиционных проектов, в том числе по строительству завода в Московской области и оптимизации производственных мощностей в Грузии и на Украине. Как следствие объем капитальных затрат (capex) в 2020 г. увеличился почти в три раза. Ожидается, что произведенные и будущие вложения окажут давление на чистый левэридж компании, который превысит 2х в текущем году. В свою очередь стратегия развития группы Боржоми предусматривает целевой уровень долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA) не более 2,5х. Ковенанты по облигационному выпуску ограничивают этот показатель уровнем 3х.

<i>\$, млн</i>	<b>2020П</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
Выручка	470	505	423
Операционная прибыль	73	77	58
ЕВITDA	96	112	83
<i>ЕВITDA margin, %</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,2%</i>	<i>19,6%</i>
Чистая прибыль	32	50	35
Активы	413	380	283
Капитал	157	138	97
Общий долг	145	145	122
<i>доля короткого долга, %</i>	<i>21,4%</i>	<i>20,7%</i>	<i>28,7%</i>
Чистый долг	112	86	92
FCF	-16	37	19
Чистый долг/ЕВITDA	1,2	0,8	1,1

Источник: данные компании

Карта рублевых облигаций с рейтингом гу А-



Источник: ММВБ, ITI Capital

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>