

Credit View: Smurfit Kappa (SKG ID Equity)

10. Februar 2020/KEF

Ratings

I-CV Bonitätseinstufung
I-CV Empfehlung (USD/EUR/CHF)¹
I-CV Fundamentals

BBB- (wie bisher)
- / OW / -
Stable (wie bisher)

Rating Moody's / S&P / Fitch
Market Implied (ASW)
GICS-Sektor

Ba1 (sta) / BB+ (sta) / BB+ (sta)
USD: - / EUR: BBB- / CHF: -
Packaging & Others

Kurzbeschreibung

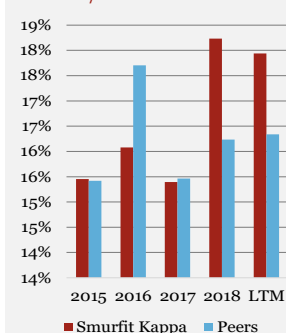
Die irische Smurfit Kappa (Smurfit) ist 2005 durch die Fusion der Jefferson Smurfit Group und der holländischen Kappa entstanden. Heutzutage ist Smurfit einer der führenden Hersteller von Wellkarton und Spezialverpackungen (z.B. Bag in Boxen für Weine) in Europa und Südamerika (Mexiko, Kolumbien). Gemäss eigenen Angaben ist Smurfit Nr. 1 in Europa (Wellpappe, Papperohpapier, Kraftliner, Bag in Boxen). Über 80% des Umsatzes werden mit Verpackungslösungen generiert, der Rest stammt aus Papierverkäufen. CEO ist «Tony» Smurfit (Enkel des Gründers).

Besitzstruktur: Smurfit befindet sich im Streubesitz.

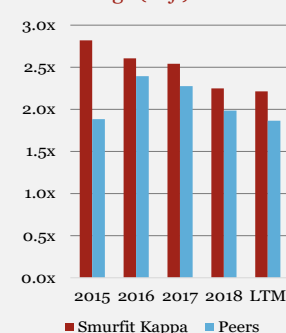
Cashflow Analyse

EURm	2016	2017	2018	2019
Cash from Operations (CFO)	738	748	1'037	1'168
Capital Expenditures (CAPEX)	-427	-442	-528	-612
Free Cashflow before Dividends	311	306	509	556
Dividends	-166	-191	-213	-238
Decrease in Capital Stock	-10	-10	-10	-23

EBITDA/Sales



Net Leverage (adj.)



Peervergleich

LTM (EURm)	Smurfit	Mondi	Stora	Metsä
Total Sales	9'048	7'481	10'056	1'911
EBITDA/Sales (adj.)	17.7%	23.6%	17.9%	13.3%
Net Leverage (adj.)	2.2x	1.4x	1.8x	1.4x
EBITDA/Interest (adj.)	8.9x	20.7x	n/a	13.8x
CAPEX/Sales	6.8%	10.2%	5.8%	3.9%
FCF before Dividends/Sales	6.1%	7.8%	10.6%	3.5%
EV/EBITDA (adj.)	7.3x	6.6x	7.5x	9.0x
Net Debt (adj.)/EV	29.9%	21.1%	24.2%	15.3%
I-CV Rating / Composite	BBB- / BB+	BBB+ / BBB+	- / BBB-	BB+ / BBB-

Konklusion

Smurfits Kreditstory gefällt uns weiterhin. Dies beinhaltet vor allem den fundamentalen Wachstumstrend, das ansprechende FCF Profil sowie der bisherige Leistungsausweis mit Schuldenreduktion. Obwohl die Unternehmensführung offiziell keine Ambitionen für ein Investment Grade Rating zeigt, ist eine solide Bilanz im Rahmen des vorgegebenen Leverage-Zielbandes, welches einem IG-Schuldner entspricht, ein wichtiger strategischer Pfeiler. Vor dem Hintergrund des heutigen Verschuldungsniveau rechnen wir nicht mit einer weiteren Verbesserung, fühlen uns aber mit unserem **BBB- komfortabel positioniert und belassen die I-CV Fundamentals auf Stable**. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die bisherige umsichtige Finanzpolitik beibehalten wird. Basierend darauf sehen wir seitens der Agenturen mittelfristig Ratingdruck nach oben. Aufgrund unserer konstruktiven Einschätzung empfehlen wir aus Relativ Value Sicht **Overweight**, denn Smurfits EUR Anleihen bieten gegenüber den Konkurrenten Metsä Board oder Stora Enso noch Einengungspotential insbesondere auch wenn eine Heraufstufung seitens der Ratingagenturen kommen würde.

Geschäftsrisikoprofil

Produkte / Märkte: 75% des Absatzes wird in Europa erwirtschaftet. 70-80% des Umsatzes stammen aus der weniger zyklischen Konsumgüter- sowie Lebensmittelindustrien. Die Kundenbasis ist breit diversifiziert (Top 5 Kunden weniger als 10% des verkauften Volumens). Ein gewichtiger Teil des Absatzes, sprich ungefähr 30%, stammt von multinationalen Konzernen.

Wettbewerbssituation: Zwar verfügt Smurfit Kappa im Gegensatz zur europäischen Konkurrenz wie der finnisch-schwedischen Stora Enso, der britischen DS Smith oder der britisch-südafrikanischen Mondi über ein schmäleres Produktportfolio, dafür ist sie aber gemessen an den Volumina die klare Nr. 1 bei der Herstellung von Pappkarton (d.h. rund zwei Mal grösser als DS Smith oder Mondi). Ein kompetitiver Vorteil ergibt sich insbesondere bei der Produktion von Kraftliner (widerstandsfähiges Deckpapier aus Frischfasern), bei welchen in Europa eine strukturelle Unterversorgung herrscht. Smurfit Kappa operiert als vertikal-integrierter Hersteller (eigene Wäldern – wenn auch nicht allzu gross, Recyclinganlagen, Zellstoffwerke sowie Verarbeitungs- und Verpackungsstätten). Dabei ist sie etwas stärker integriert als z.B. DS Smith. Ein Grossteil der Betriebsaufwendungen machen Rohmaterial- sowie Energie- und Transportkosten aus. Typischerweise besteht in dieser Branche aufgrund des starken Konkurrenzdrucks eine begrenzte Preismacht und erlaubt damit nur eine eingeschränkte Kostenweitergabe.

Key Takeaways 2HJ19 – EBITDA & FCF besser als erwartet

- Umsatz -2% auf EUR 4.4 Mia., wobei negative Preistrends bei Papperohpapier durch höhere Volumen etwas abgedefert wurden
- EBITDA-Marge stabil bei 18.2% und damit deutlich über unseren Erwartungen von 15.9%. Alle Hauptregionen konnten Profitabilitätsverbesserungen ausweisen dank einem Mix aus tieferen Faserkosten, widerstandsfähigen Boxpreisen in EU, neuen Produkten & hoher Nachfrage
- Auch beim FCF konnte Smurfit positiv überraschen, wobei höhere Capex durch geringere Kapitalbindung im Umlaufvermögen mehr als kompensiert wurden
- Leverage mit 2.2x EBITDA auf Niveau Vorjahr, aber verbessert ggü. 1HJ19 mit 2.5x EBITDA

Management Strategie / Guidance

- 1.5-2.5x Nettoschulden / EBITDA (basierend auf Unternehmensberechnung); min. Rating Ba1/BB+
- Wachstumsinvestitionen EUR 300-350 Mio. plus Wartungs-Capex von circa EUR 320 Mio. p.a. 2020-21
- Volumenwachstum +2% 2020 mit gutem Start im Januar

Stärken / Schwächen

- + Führender Hersteller von Wellkarton mit fundamentalem Wachstumstrend (Katalysatoren: Nachhaltigkeit z.B. Verbot Einwegkunststoffartikel ab 2012, e-Commerce)
- ± Zyklische, wettbewerbs- und kapitalintensive Branche ggü. hohem Selbstversorgungsgrad dank vertikaler Integration (Fasern, Papperohpapier), umsichtiger Finanzpolitik mit Kostendisziplin und stabilen positiven FCFs vor Dividenden
- Eventrisiken, wenig Produktdifferenzierung, Substitutionsgefahr

Points to watch

- Aktionärsfokus und weitere opportunistische M&A
- Rising Star Potential bei den Agenturen, wenn fundamentaler Wachstumstrend sowie disziplinierte Finanzpolitik anhalten

Forecast based on Bloomberg Consensus

EURm	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Net Revenue/Sales	8'562	8'946	9'048	9'138	9'230	9'322
	<i>Revenue growth (yoy)</i>					
	4.9%	4.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
EBITDA (adj.)	1'318	1'631	1'604	1'564	1'606	1'623
	<i>EBITDA Margin</i>					
	15.4%	18.2%	17.7%	17.1%	17.4%	17.4%
Funds from Operations (FFO)	858	1'130	1'120	1'065	1'109	1'120
Change in Working Capital	-110	-93	48	-100	-100	-100
Cash from Operations (CFO)	748	1'037	1'168	965	1'009	1'020
	<i>Cash Conversion</i>					
	56.8%	63.6%	72.8%	61.7%	62.8%	62.8%
Capital Expenditures (CAPEX)	-442	-528	-612	-640	-646	-513
Free Cash Flow before Dividend	306	509	556	325	363	507
Dividends	-191	-213	-238	-221	-225	-244
Free Cash Flow after Dividend	115	296	318	104	138	264
Cash Paid for Acquisitions	-49	-482	-99	-160	-220	-220
Borrowings / Repayment of Debt	54	167	-680	0	0	0
Increase in Capital Stock	1	0	2	0	0	0
Decrease in Capital Stock	-10	-10	-23	0	0	0
Others (Disp., Intang., Inv., ST Debt, FX, Disc. Op.)	-10	-84	264	0	0	0
Net Change in Cash	101	-113	-218	-56	-82	44
Increase (-) / Decrease (+) in Net Debt (adj.)	68	-318	170	-56	-82	44

Key Ratios

Net Debt (adj.)	3'349	3'667	3'497	3'553	3'635	3'591
Net Leverage (adj.)	2.5x	2.2x	2.2x	2.3x	2.3x	2.2x
EBITDA / Interest (adj.)	6.3x	8.2x	8.9x	8.5x	8.7x	8.9x
Asset Cover (EV / Net Debt (adj.))	304%	254%	334%	335%	323%	325%
EV / EBITDA (adj.)	7.7x	5.7x	7.3x	7.6x	7.3x	7.2x

Source: Bloomberg, I-CV Estimates

Key Assumptions

- Umsatz- und Profitabilitätserwartung konservativer als Konsensus
- Capex-Reduktion nach Ende Investitionsprogramm 2022
- M&A im Rahmen Finanzpolitik bzw. Leverage-Zielband

Debt structure as of 31.12.2019

Instrument	Amount (EUR bn)	Priority	Leverage	Asset Cover
Lease Liabilities	0.4	1	0.2x	3100%
Credit facilities (EUR 1.4 Mia. 2025)	0.5	1	0.5x	1412%
Receivables securitisation (2022/23)	0.1	1	0.6x	1262%
Senior Unsecured Bonds (Maturities: 2024 - 2027)	2.8	2	2.3x	317%
Total Debt (adj.)	3.7			
Cash & Marketable Securities	0.2			
Net Debt (adj.)	3.5		2.2x	334%
Minority Interests	0.0			
Market Capitalization	8.2			
Enterprise Value	11.7		7.3x	
LTM EBITDA (adj.)	1.6			

¹Relative Value Empfehlungen

- Empfehlungen sind stichtagsbezogen und basieren in der Regel auf 5-jährigen Benchmark-Anleihen
- Aktuelle und instrumentenspezifische Empfehlungen finden Sie auf dem I-CV Researchportal: https://research.i-cv.ch/rv/SKG_ID_Equity

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.