Credit View: Verallia

21. Februar 2022/KEF

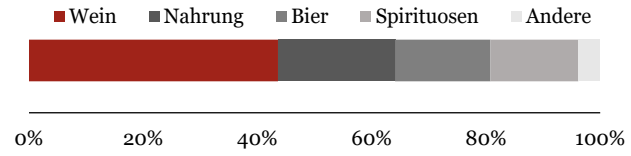
Ratings

Bonitätseinstufung	**BBB- (bisher -)**	Moody's / S&P / Fitch	Ba1 (sta) / BB+ (pos) / - -
Empfehlung (USD/EUR/CHF)	- / MW / -	Market Implied (ASW)	USD: - / EUR: BBB- / CHF: -
Fundamentals	Stable (bisher -)	Sektor	Packaging & Others

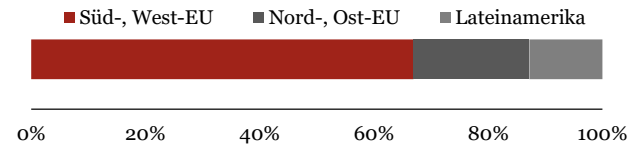
Konklusion

Wir stufen Verallias unbesicherte Finanzforderungen mit **BBB-** ein. Die Bonitätsbewertung basiert auf der führenden Marktposition in Europa sowie teilen Lateinamerikas, den oligopolistischen Marktstrukturen, Skaleneffekten, der geringen Kundenkonzentration sowie dem Fokus aufs attraktivere Premium-Segment. Trotz fehlender expliziter Ambition ist eine IG-Einstufung angesichts des operativen Leistungsausweises sowie der erwarteten Nachfragedynamik vertretbar. Zudem gehen wir davon aus, dass auch die teilweise neue Führungsriege, die bis anhin umsichtige Finanzpolitik trotz erstarktem Aktionärsfokus weiterführen wird (Leverage-Ziel kürzlich reduziert auf unter 2.0x EBITDA; I-CV Fundamentals **Stable**).

Produktumsatz



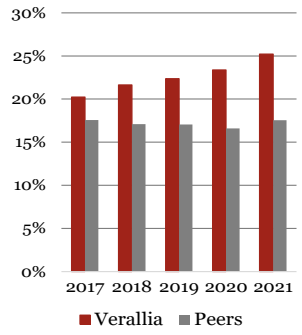
Segmente - EBITDA



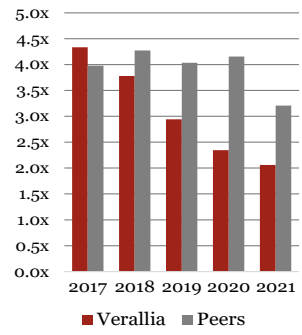
Cashflow Analyse

EURm	2018	2019	2020	2021
Cash from Operations (CFO)	330	426	578	610
Capital Expenditures (CAPEX)	-225	-253	-251	-256
Free Cashflow before Dividends	105	174	327	354
Dividends	-3	-7	-2	-114
Increase/Decrease in Capital Stocks	6	7	20	-205

EBITDA/Sales



Net Leverage (adj.)



Peervergleich

2021 (EURm)	Verallia	Ball	Crown	O-I
Total Sales	2'674	11'693	10'074	5'243
EBITDA/Sales (adj.)	25.2%	16.0%	15.6%	21.0%
Net Leverage (adj.)	2.1x	3.2x	3.1x	3.3x
EBITDA/Interest (adj.)	14.0x	7.4x	7.3x	6.4x
CAPEX/Sales	9.6%	12.5%	6.9%	5.4%
FCF before Dividends/Sales	13.2%	0.2%	0.7%	7.1%
EV/EBITDA (adj.)	7.8x	17.4x	10.8x	5.1x
Net Debt (adj.)/EV	26.6%	18.6%	28.5%	64.9%
I-CV Rating / Composite	BBB-/BB+	BB+/BB+	-/BB+	-/B+

Geschäftsrisikoprofil

Die französische Verallia (2015 Abspaltung von Saint-Gobain) ist nach der amerikanischen Owens-Illinois und der europäischen Ardagh Gruppe der weltweit drittgrösste Glasverpackungshersteller für die Nahrungsmittelindustrie mit führender Marktstellung in Europa (Frankreich, Spanien, Deutschland, Italien) und Lateinamerika (Brasilien, Chile, Argentinien). Der Fokus liegt vor allem auf höhermargigen – aber zyklischeren – (Schaum-)Weinen und Spirituosen. Die geografische Konzentration auf Europa wird relativiert, weil ein Grossteil der Endkundenprodukte für den Export bestimmt sind und nicht nur von der Konsumentenstimmung im jeweiligen Absatzmarkt abhängt. Das Kundenportfolio ist diversifiziert mit geringeren Konzentrationsrisiken als bei anderen Anbietern (Top 10 Kunden 17% des Umsatzes). Zwar verfügt Verallia über langfristige Kundenbeziehungen mit Nahrungsmittelschwergewichten (LVMH, Kraft Heinz, Nestlé, etc.), doch scheint es keine Mehrjahresverträge zu geben. Trotzdem bestehen Mechanismen, die eine «bedingte» Weitergabe der volatilen Inputkosten (Energie, Rohmaterial) – wenn auch zeitlich verzögert – an die Kunden ermöglichen. Verallias Produktionsanlagen befinden sich in Kundennähe, was eine Wechselhürde darstellt (Optimierung Transportkosten). Insgesamt verfügt die Glasverpackungsindustrie über oligopolistische Strukturen mit Dominanz weniger grosser Anbieter. Charakteristisch sind die hohe Wettbewerbs-/Kapitalintensität sowie Konkurrenzvorteile durch Skaleneffekte. Zudem weisen Premiumgetränke im Gegensatz zu Standardprodukten eine stärkere Wachstumsdynamik und geringere Substitutionsgefahr (Plastik, Bag-in-Box) auf. Hinzu kommt der strukturelle Trend zu nachhaltigen Verpackungslösungen.

Besitzstruktur: Bekannte brasilianische Familie Moreira Salles (via Family Office fast 27% Anteil), staatsnahe Bpifrance 8%, eigene Aktien Verallia 5%, Arbeitnehmer 4%, Rest Streubesitz

Finanzrisikoprofil

Verallia weist angesichts der defensiven Endmärkte mit tiefem Wachstum eine moderate Umsatzentwicklung aus (geringere Dynamik als bspw. Aludosenhersteller Ball). Eindrücklich ist aber der Profitabilitätstrend. Dank operativer Effizienz und Preiserhöhungen. Während die FCFs in den letzten Jahren vor allem für die Schuldenreduktion verwendet wurden, steht mittlerweile der Aktionärsfokus im Vordergrund. Nichtsdestotrotz soll an einer konservativen Bilanz festgehalten werden. Dabei wurde am letzten Kapitalmarkttag das mittelfristige Leverage-Ziel auf <2.0x EBITDA (Unternehmensberechnung) reduziert. Fürs GJ22 erwartet Verallia eine hohe Nachfragedynamik, doch wird die Kosteninflation unseres Erachtens zu tieferen Margen führen.

Management Strategie / Guidance

- GJ22: Hohes Umsatzwachstum, EBITDA EUR >700 Mio.
- Mittelfristziele: Organisches Umsatzwachstum 4-6% p.a., adj. EBITDA Margen 28-30%, kumulierter FCF EUR 900 Mio. (2019-2021: EUR 855 Mio.), Leverage <2.0x EBITDA (kein IG-Ziel)

Stärken / Schwächen

+ Führende Marktposition in Europa mit defensiven Endmärkten, strukturell positive Nachfragedynamik (Nachhaltigkeit)
± Operativer Leistungsausweis, Fokus auf attraktives Premium-Segment, robuste FCFs vs. zyklischere Premiumnachfrage, Exposure Schwellenländer (Russland, Ukraine, Argentinien <15% Umsatz), enger Produktfokus, fehlende IG-Ambition
- Mgmt-Wechsel auf Schlüsselpositionen (fehlende Erfahrung)

Points to watch

- Nachfrageentwicklung, Kapitalallokation, Weitergabe deutlich gestiegener Produktionskosten (z.B. Energie), grössere M&A

Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
CHE-109.887.445 MWST

Prognose basierend auf Bloomberg Consensus

EURm	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Net Revenue/Sales	2'586	2'536	2'674	2'904	2'988	3'078
Revenue growth (yoy)	*7.0%*	*-1.9%*	*5.4%*	*8.6%*	*2.9%*	*3.0%*
EBITDA (adj.)	579	593	674	697	717	739
EBITDA Margin	*22.4%*	*23.4%*	*25.2%*	*24.0%*	*24.0%*	*24.0%*
Funds from Operations (FFO)	419	511	567	564	574	591
Change in Working Capital	7	67	44	-75	-38	-14
Cash from Operations (CFO)	426	578	610	489	536	577
Cash Conversion	*73.7%*	*97.5%*	*90.5%*	*70.2%*	*74.7%*	*78.2%*
Capital Expenditures (CAPEX)	-253	-251	-256	-303	-308	-316
Free Cash Flow before Dividends	**174**	**327**	**354**	**186**	**228**	**261**
Dividends	-7	-2	-114	-124	-136	-150
Free Cash Flow after Dividends	**167**	**325**	**240**	**62**	**92**	**111**
Net Cash Received/Paid for Acquisition/Divestiture	-1	1	0	-100	-100	-100
Borrowings / Repayment of Debt	-246	-62	1	0	0	0
Increase/Decrease in Capital Stocks	7	20	-205	0	-50	-100
Others (Intangibles, LT Investments, FX, Disc. Op.)	30	-27	-17	0	0	0
Net Change in Cash	**-43**	**257**	**19**	**-38**	**-58**	**-89**
Increase (-) / Decrease (+) in Net Debt (adj.)	**274**	**312**	**0**	**-38**	**-58**	**-89**

Key Ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Net Debt (adj.)	1'702	1'390	1'390	1'427	1'485	1'574
Net Leverage (adj.)	2.9x	2.3x	2.1x	2.0x	2.1x	2.1x
Gross Leverage (adj.)	3.3x	3.1x	2.8x	2.7x	2.6x	2.6x
EBITDA / Interest (adj.)	7.5x	10.7x	14.0x	11.6x	13.1x	13.6x
Asset Cover (EV / Net Debt (adj.))	312%	361%	376%	304%	275%	256%
EV / EBITDA (adj.)	9.2x	8.5x	7.8x	6.2x	5.7x	5.5x
FCF before Dividends/Sales	6.7%	12.9%	13.2%	6.4%	7.6%	8.5%
FCF after Dividends/Net Debt (adj.)	9.8%	23.4%	17.2%	4.4%	6.2%	7.1%

Source: Bloomberg, I-CV Estimates

Wichtigste Annahmen

- Umsatzentwicklung gemäss Konsensus
- EBITDA-Marge tiefer als Unternehmensprognose sowie Konsensus infolge deutlich gestiegener Produktionskosten, welche nur bedingt oder zeitverzögert an die Kunden weitergereicht werden können (z.B. Transport)
- Capex infolge Kapazitätserweiterungen in Brasilien und Italien (neue Öfen) etwas über den historischen 10% des Umsatzes
- M&A und Aktionärsausschüttungen im Rahmen des Leverageziels mit Prio 1) Dividenden, 2) M&A und 3) Aktienrückkäufen. Nicht berücksichtigt sind rund EUR 165 Mio. Treasury-Aktien als mögliche Akquisitionswährung

Schuldenstruktur per 31.12.2021

Instrument	Amount (EURbn)	Priority	Leverage	Asset Cover
Lease Liabilities	0.0	1	0.1x	11056%
Adv. Payments & Pension, Prov. Hybrids, etc.	0.1	1	0.2x	3164%
Term loan (RCF undrawn EUR 500m; 2024), commercial paper	0.7	1	1.3x	612%
Loan agreemnet with Bpifrance (2024)	0.0	2	1.3x	591%
Unsecured Bonds Sustainability Linked Bond (2028, 2031)	1.0	3	2.8x	277%
Total Debt (adj.)	1.9			
Cash & Marketable Securities	0.5			
Net Debt (adj.)	1.4		2.1x	376%
Minority Interests	0.1			
Market Capitalization	3.8			
Enterprise Value	5.2		7.8x	
LTM EBITDA (adj.)	0.7			

Covenants / Sustainability Linked Bond KPIs / Factoring

- Sustainability Linked Bond KPIs: Reduktion Co_2 Emission, Steigerung Scherbenverwertung bis 2025. Zinserhöhung um 12.5 bzw. 10 Basispunkte, falls die KPIs nicht erfüllt werden
- Financial covenants: Senior Facility beinhaltet Leverage-Schwellenwert ≤5.0x EBITDA (basierend auf Unternehmensberechnung). Eingehalten per Ende 31.12.2021
- Non-recourse factoring agreement EUR 450 Mio. Laufzeit Dezember 2022 (ungenutzt EUR 54 Mio.)

Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung 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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.

Schweizergasse 21
8001 Zürich

info@i-cv.ch
www.i-cv.ch

+41 43 204 19 19
CHE-109.887.445 MWST