

# Inarctica: ставка на красное

## Ключевой производитель красной рыбы в России

13 НОЯБРЯ



## Inarctica: ставка на красное

**Inarctica – основной производитель аквакультурного лосося в России. Компания выращивает и реализует премиальную красную рыбу: атлантического лосося (семга), а также морскую и озерную форель. Компания выходит на новый этап развития: рост объемов реализации при сохранении исторических уровней рентабельности и повышении цен реализации поддерживает позитивный инвестиционный кейс.**

- На мировом рынке аквакультура – главный фактор роста предложения рыбной продукции. Спрос на рыбу растет вслед за повышением благосостояния, увеличением численности населения и запроса на здоровое питание. В России вылов аквакультурной рыбы в последние годы рос двузначными темпами, а сейчас выходит на стабильные темпы роста – около 5% в год.
- В 2023 году внутренний рынок красной рыбы в России восстанавливается: объемы импорта увеличиваются, так же как вылов аквакультурной рыбы российскими производителями. В структуре потребительских расходов в России лососевые рыбы занимают менее 1%. После значительного роста цен на лосося в 2022 году на фоне сокращения импорта и повышения мировых цен мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе доля расходов населения на красную рыбу останется стабильной
- Inarctica в 2024–2026 гг. может выйти на новые показатели реализации – более 30 тыс. т рыбной продукции. К 2026 году реализация может достичь 32 тыс. т. С учетом скачка цен в 2022 году улучшение операционных показателей позитивно отразится на финансовом положении компании. По нашим прогнозам, к 2026 году выручка Inarctica достигнет 34 млрд руб. (рост на 45% относительно 2022 года), а скорректированная EBITDA может составить 15 млрд руб. (плюс 18%). Рентабельность, по нашим прогнозам, останется на историческом уровне – около 42-45%.
- Компания активно инвестирует в локализацию производства мальков атлантического лосося и форели для снижения зависимости от импортных поставок.
- Выход на новые объемы при сохранении уровней валовой рентабельности позволит компании увеличить свободный денежный поток. Доходность свободного денежного потока (СДП) в 2023–2026 гг. будет двузначной за исключением 2024 года, когда ожидается пик инвестиционного цикла.
- Улучшение финансового положения компании позволит снизить долговую нагрузку и откроет возможности для повышения коэффициента дивидендных выплат на базе чистой прибыли по МСФО. По нашим оценкам, коэффициент выплат может достичь 50% к 2026 году, а дивидендная доходность повысится до 6%.

## Мировой рынок аквакультурного лосося: тренды и цены

Аквакультура останется главным фактором роста вылова рыбной продукции. Вылов атлантического лосося – важного сегмента аквакультуры – будет расти быстрее, чем рынок рыбы в целом. Цены на лососевых в 2022–2023 гг. поднимались до рекордных уровней из-за биологических факторов и выросшего спроса.

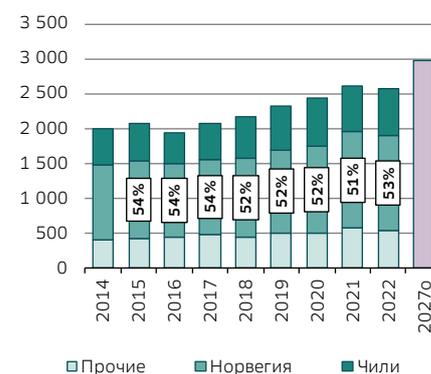
- Потребление рыбы продолжит расти.** Рыба – один из ключевых источников витаминов и протеинов для человека, а ее разведение и вылов – важная сфера агропромышленности. По оценкам Международной продовольственной организации (FAO), потребление рыбной продукции к 2032 году достигнет 21,2 кг на человека против 20,4 кг в 2020–2022 гг. Основные факторы повышения спроса на сельскохозяйственную продукцию – это рост благосостояния и увеличение численности населения в мире. При этом возможности рыболовных хозяйств по наращиванию производства ограничены природными факторами.
- Аквакультура – драйвер мировой рыбной промышленности.** По прогнозам FAO, вылов рыбы (как дикой, так и аквакультурной) достигнет 202 млн т к 2032 году, что предполагает рост на 12% относительно уровня 2020–2022 гг. Среднегодовые темпы роста будут скромными – на уровне 1,1%. Тенденция последних лет – стагнация вылова дикой рыбы и рост вылова аквакультуры. К концу прогнозного периода FAO, доля аквакультурной рыбы может составлять 55% в общемировом производстве рыбной продукции.
- Красная рыба – премиальный продукт.** Рыба семейства лососевых – наиболее дорогой продукт в отрасли. По оценке FAO, в стоимостном выражении лососевые, форель и корюшка заняли наибольшую долю в экспорте рыбной продукции в 2020 году – 18%.
- Атлантический лосось – самая популярная красная рыба.** Наиболее распространенные виды лососевых – атлантический лосось (семга), форель (морская и озерная), а также тихоокеанские лососи – горбуша, кета, нерка. По итогам 2022 года добыча атлантического лосося составила 2,9 млн т или 2% от всего рынка рыбной продукции в натуральном выражении. Практически весь добытый атлантический лосось относится к продукции аквакультуры. По оценкам Mowi, вылов диких лососевых составляет от 500 тыс. т до 1 млн т в год в потрошеном весе.
- Основные производители атлантического лосося – Норвегия и Чили.** Именно в этих странах началось индустриальное выращивание лосося в 1980-х, что объясняется природными факторами: подходящей температурой воды, а также большим количеством тихих морских участков, где возможно разведение атлантического лосося. В 2022 году Норвегия произвела 1,4 млн т атлантического лосося (в потрошеном весе) или 53% мирового объема, Чили – 680 тыс. т (26%). Mowi прогнозирует, что в 2022–2027 гг. вылов атлантического лосося будет расти в среднем на 3%

### Товарная аквакультура – основным фактором роста мирового предложения



Источник: FAO, SberCIB

### Вылов аквакультурного атлантического лосося в мире, тыс. т



Источник: Mowi, SberCIB

### Доля основных производителей атлантического лосося на мировом рынке, 2022 год



Источник: Mowi, SberCIB

в год. Это медленнее, чем в 2010-х годах, так как количество участков для выращивания лосося ограничено, и они уже по большей части распределены. Дальнейшее увеличение вылова будет в большей степени зависеть от появления новых технологий.

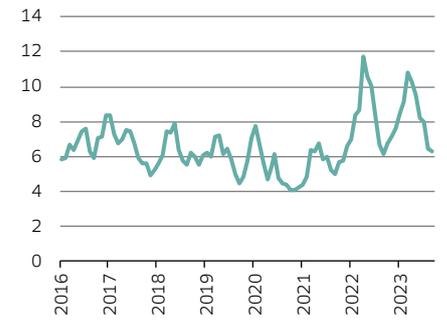
**Цены на атлантического лосося находятся на высоких уровнях.**

Цены на атлантического лосося имеют сезонный характер, и в начале года они растут, поскольку период зарыбления в Норвегии и на севере Европы начинается весной, а основной вылов происходит во второй половине года. Высокий спрос на красную рыбу после пандемии, рост цен на корма (по данным Mowi, они на 47% состоят из растительного сырья и еще на 19% из растительного масла), а также гибель рыбы в Чили и Шотландии привели к тому, что цены оказались на рекордных уровнях и дважды превысили 10 евро/кг – в начале 2022 и в начале 2023 года. Одним из дополнительных факторов давления на цены может стать инициатива правительства Норвегии повысить налог для производителей атлантического лосося до 62%.

**Разведение атлантического лосося – высокомаржинальный бизнес, но он подвержен биологическим рискам.**

Эффективность выращивания мяса атлантического лосося превосходит аналогичный показатель для мяса курицы, свинины и крупного рогатого скота. Средний коэффициент конверсии корма (FCR – соотношение затраченного корма и набора веса в кг) для лосося составляет 1,35, что лучше, чем аналогичные показатели для куриного мяса и свинины (соответственно 1,85 и 3,85). Это связано с тем, что рыбы затрачивают меньше энергии, чем крупные животные. Кроме того, рыбы экзотермичны (их температура определяется внешней средой). Плата за высокую маржинальность – биологические риски. Подробнее о них можно прочитать в разделе об операционном цикле компании.

**В 2022-2023 гг. цены на норвежского лосося поднимались до рекордных уровней, евро/кг**



Источник: FishPool, SberCIB

**Средний FCR для атлантического лосося – один из лучших в сельском хозяйстве**



Источник: IopScience

## Российский рынок красной рыбы: рекордные объемы и высокие цены

В 2023 году внутренний рынок красной рыбы в России восстанавливается: объемы импорта повышаются, как и вылов аквакультурной рыбы российскими производителями. С учетом значительного роста цен в 2022 году мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе доля расходов населения на красную рыбу останется стабильной.

**■ Специфика внутреннего рынка красной рыбы.** Потребление красной рыбы в России формируется за счет вылова тихоокеанского лосося на Дальнем Востоке, товарной продукции аквакультуры (атлантический лосось и форель) и импортных потоков, за вычетом экспорта (преимущественно дальневосточной рыбы). Хотя обеспеченность рыбными ресурсами в стране превышает 100%, объемы импорта остаются существенными, а вылов товарной аквакультуры растет двузначными темпами. Этот дисбаланс объясняется различиями в ассортименте и сложной логистикой.

**■ Аквакультура имеет несколько преимуществ:**

- ▶ **Вкусовые качества.** Аквакультурные атлантический лосось и форель отличаются по вкусовым качествам от дикого тихоокеанского лосося.
- ▶ **Сроки доставки.** Доставка лосося возможна в охлажденном и мороженом виде. Импортный лосось поступает в Россию преимущественно в мороженом виде (76% поставок в 2022 году), так как основной поставщик лосося в Россию – Чили. Дальневосточный лосось также доставляется мороженым. Срок хранения рыбы в охлажденном виде составляет 14-16 дней в зависимости от температуры воды, в которой она выловлена, но доставка часто может превышать этот срок. В России участки, подходящие для разведения семги и форели, находятся в Баренцевом и Белом морях, в относительно близости от крупнейших городов страны. Это позволяет российским производителям аквакультурной красной рыбы быстрее поставлять продукцию и конкурировать с импортом. Охлажденная красная рыба пользуется большим спросом со стороны гостинично-ресторанного бизнеса.
- ▶ **Отличия в ассортименте.** Средний вес товарной аквакультуры (атлантического лосося и морской форели) – как российской, так и импортной – в потрошеном виде составляет около 4,5 кг. Средний вес нерки – наиболее конкурентного дальневосточного лосося – 1,5-2,3 кг. По оценкам Inarctica, это одно из существенных преимуществ, так как со стороны гостинично-ресторанной индустрии есть спрос на рыбу большего веса.

**■ В 2022 году вылов тихоокеанского лосося в России сократился до 272 тыс. т.** В 2022 году российские рыболовы добыли 4,9 млн т

Структура добычи водных ресурсов российскими рыбаками, 2022 год



Источник: Росрыболовство, SberCIB

Динамика вылова водных ресурсов российскими рыбаками, тыс. т



Источник: Росрыболовство, SberCIB

Доля аквакультуры на внутреннем рынке увеличивается



Источник: Росрыболовство, SberCIB

рыбы, на 3% меньше, чем в рекордном 2021 году. Основной продукт российских рыболовов – минтай (1,9 млн т, 39% от общего вылова), а также сельдь (9,5%), треска (9,5%), сардины (5%), лососевые (5%). Экспортные объемы в 2022 году выросли на 5% до 2,3 млн т, а импорт сократился на 22% до 547 тыс. т из-за логистических сложностей и внешних ограничений.

■ **2023 год может оказаться рекордным.** Росрыболовство оценивает добычу водных ресурсов по итогам 2023 года в 5,3 млн т, что предполагает рост на 8% относительно 2022 года. Одна из основных причин – удачная лососевая путина: российские рыбаки уже выловили более 600 тыс. т лосося. Из-за жизненного цикла тихоокеанского лосося уловы обычно сравниваются по четным и нечетным годам. По сравнению с 2021 годом добыча лосося в РФ выросла на 13%, а относительно 2022 года – более чем в два раза. Вылов рыбы российскими рыболовами находится вблизи максимальных уровней: стратегия правительства по развитию рыбохозяйственного комплекса до 2030 года предполагает объем добычи водных ресурсов в 2030 году на уровне 5,1 млн т.

■ **Импорт остается значительным и восстанавливается.** По данным Росрыболовства на октябрь 2023 года, объемы экспорта и импорта растут вместе с выловом – соответственно на 4% до 1,4 млн т и на 22% до 390 тыс. т. Значительные объемы импорта объясняются тем, что Россия импортирует в основном аквакультурную рыбу, в первую очередь лососевых, что дополняет предложение на внутреннем рынке.

■ **Вылов товарной аквакультуры рос двузначными темпами.** С 2014 года, когда производство товарной аквакультуры составляло 160 тыс. т, объем рынка вырос до 344 тыс. т в 2022 году (в среднем на 10% в год). За последние пять лет качественно изменился состав продукции аквакультуры – доля лососевых увеличилась с 28% до 40% (154 тыс. т с учетом посадочного материала), а темпы роста в этом сегменте были двузначными. Стратегия правительства предполагает, что к 2030 году вылов товарной аквакультуры превысит 600 тыс. т. Однако такой результат потребует темпов роста в среднем более 10% в год. Наши прогнозы более консервативны: рост рынка ежегодно в среднем на 5% и вылов товарной аквакультуры к 2030 году на уровне 480 тыс. т.

■ **Рынок красной рыбы: восстановление объемов, сохранение высоких цен.** В 2022 году внутренний рынок красной рыбы сократился в натуральном выражении до 390 тыс. т (на 9% с уровня 2020 года с учетом сезонности вылова тихоокеанских лососей). Это было вызвано внешними шоками, которые привели к сокращению импорта, а также неурожайной лососевой путиной на Дальнем Востоке. В стоимостном выражении рынок красной рыбы в РФ вырос на 35% относительно 2020 года, так как значительно повысились розничные цены: на 26% г/г в 2022 году до 1032 руб./кг.

■ **Рост цен на российском рынке объясняется несколькими факторами:**

► **Повышение мировых цен на лосося.** В начале 2022 года цены на норвежского лосося значительно повысились, как мы писали выше. Это

**Лососевые впервые заняли наибольшую долю в вылове товарной аквакультуры, 2022 год**



Источник: Росрыболовство, SberCIB

**Товарная аквакультура выходит на стабильные темпы роста, тыс. т**



Источник: Росрыболовство, SberCIB

**Розничные цены на лосося на рекордно высоких уровнях**

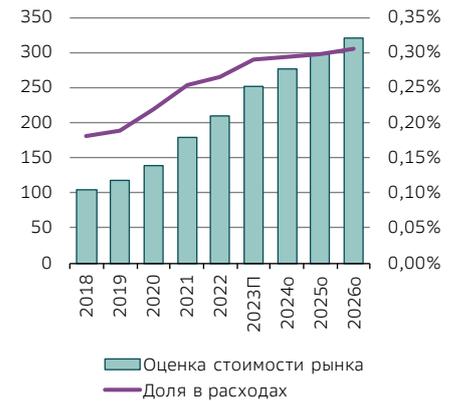


Источник: Росстат, FishPool, SberCIB

способствовало росту розничных цен, так же как новые внешние ограничения, сокращение импорта в натуральном выражении и низкий сезон. В частности, в феврале 2022 года полностью остановился импорт лосося с Фарерских островов. Несмотря на то, что цены на лосося на мировом рынке снизились с началом высокого сезона, розничные цены в России остались повышенными.

- ▶ **Ослабление рубля** в 2023 году также способствовало росту цен, поскольку подорожал импорт.
- ▶ **Розничная цена в большей степени зависит от поставок аквакультуры и импорта.** Исторически розничная цена на лосося почти не коррелирует с сезонностью вылова тихоокеанских лососей. Цены на импортную и аквакультурную рыбу выше, чем на горбушу и нерку, и в большей степени зависят от мировых цен.
- **Прогноз для внутреннего рынка рыбы.** Импорт красной рыбы в 2023 году активно восстанавливается – в том числе благодаря росту поставок из Чили и Турции. Наряду с увеличением вылова товарной аквакультуры и урожаем лососевой путины это приведет к восстановлению внутреннего рынка. По нашим оценкам, в 2023 году объем рынка красной рыбы составит 750 тыс. т (плюс 4% относительно 2021 года). Мы ожидаем, что в 2023–2026 гг. потребление красной рыбы (без учета тихоокеанских лососей) в расчете на человека будет расти в среднем на 6% в год. При росте розничных цен на лососевых в среднем на 4% в год доля расходов на красную рыбу в доходах населения останется стабильной. Мы предполагаем, что из-за резкого повышения цен на лососевых возникает риск перехода потребителей на более дешевые источники протеина, поэтому, по нашему мнению, цены на лосося будут расти медленнее, чем доходы населения.

**Оценка внутреннего рынка красной рыбы в стоимостном выражении\*, млрд руб.**



\* Без учета тихоокеанского лосося

Источник: SberCIB

## Inarctica – вертикально-интегрированный производитель лосося

Inarctica выращивает атлантического лосося и форель на фермах в Мурманской области и озерную форель в Карелии. Компания владеет десятками рыбоводных участков, смолтовыми заводами, живорыбными судами и перерабатывающими мощностями. Inarctica контролирует практически всю цепочку производства лосося – от икры до реализации рыбы.

■ **У компании нет контролирующего акционера.** В компании 24,99% принадлежит закрытому паевому инвестиционному фонду (ЗПИФ), 24,94% – гендиректору Илье Соснову и еще 19,98% Максиму Воробьеву. ЗПИФ в соответствии с законодательством не обязан раскрывать владельцев паев. МосБиржа оценивает free float компании на уровне 14%.

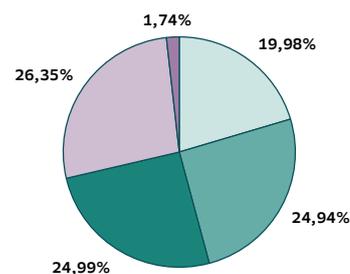
■ **Более десяти лет с момента запуска первой фермы.** Компания была основана в 1997 году Максимом и Андреем Воробьевыми под названием «Русское море» и первоначально занималась импортом и переработкой рыбы на собственном заводе в подмосковном Ногинске. В 2010 году «Русское море» вышло на IPO на МосБирже, а в 2012 году запустило первую ферму по выращиванию атлантического лосося в акватории Баренцева моря. Постепенно группа продала активы по производству и дистрибуции готовой рыбной продукции вместе с брендом «Русское море» и сосредоточилась на выращивании рыбы. Сейчас Inarctica строит вертикально интегрированный холдинг, когда весь производственный процесс – от выращивания малька до поставки розничным сетям – реализуется предприятиями группы.

■ **Производственные мощности расположены на северо-западе России.** Inarctica владеет 34 рыбоводными участками (25 в Мурманской области и 9 в Карелии), которые позволяют ежегодно выращивать до 60 тыс. т рыбы в живом весе. Это долгосрочная цель компании, и пока объемы вылова меньше (26 тыс. т в 2022 году). При этом в Мурманской области компания ежегодно зарыбляет 3-5 участков. Выгодное расположение позволяет доставлять рыбу до больших городов в течение нескольких дней с момента вылова.

■ **Inarctica построит три новых завода.** Компания продолжает инвестировать в новые проекты роста, которые позволят ей снизить зависимость от иностранных поставщиков. После покупки трех смолтовых заводов в 2022 году компания инвестирует в строительство еще одного смолтового завода в Кондопоге. Более долгосрочный инвестпроект – мальковый завод в Ретинском в Карелии.

Мощность завода в Кондопоге оценивается в 7 млн шт. малька, что позволит компании при текущих объемах зарыбления полностью обеспечить себя мальком собственного производства. Реализация проекта намечена на 2023–2025 гг., его стоимость оценивается

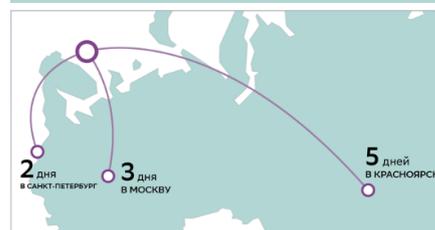
### Структура акционеров Inarctica



- Максим Воробьев
- Илья Соснов
- ЗПИФ комбинированный "Риэлти Кэпитал"
- Прочие акционеры
- Казначейские акции

Источник: компания, SberCIB

### Срок доставки продукции компании до крупнейших городов России – несколько дней



Источник: компания, SberCIB

### Ассортимент продукции Inarctica, 2023o



Источник: компания, SberCIB

в 2,5 млрд руб. Первую партию смолта с завода компания может получить в 2025 году.

Проект строительства завода по выращиванию мальков в Ретинском мощностью 6 млн шт. будет реализован позднее (он был объявлен в 2020 году с оценкой капзатрат на уровне 3,3 млрд руб.). На наш взгляд, есть риск, что фактические капвложения будут выше.

Проект строительства кормового завода позволит компании эффективнее контролировать операционные издержки.

### Объемы зарыбления и реализации Inarctica



Источник: компания, SberCIB

### Inarctica планирует несколько инвестиционных проектов

Проект	Мощность, в год	Инвестиции, млрд руб.	Срок реализации
Смолтовый завод в Кондопоге, Карелия	7 млн шт. малька	2,5	2023–2025
Кормовой завод в Великом Новгороде	70-100 тыс. т	3,5	2023–2025
Смолтовый завод в Ретинском, Карелия	6 млн шт. малька	3,3	2027

Источник: компания, СМИ

■ **Главные продукты – атлантический лосось и форель.** В Карелии компания выращивает исключительно озерную форель, в Мурманской области выращиваются как атлантический лосось, так и морская форель. С учетом времени, затраченного на выращивание смолта (малька лосося, который пригоден к пересадке в садки в море), процесс выращивания рыбы может занимать 22-28 месяцев.

### ■ Операционный цикл состоит из нескольких этапов:

► **Этап выращивания смолта.** Производственный процесс начинается с закладки икры на смолтовых заводах. В течение семи-девяти месяцев смолт наращивает массу до 100-110 г, после чего транспортируется на рыбоводные участки компании в Мурманской области (морские) и Карелии (пресные). В прошлом компания владела мальковыми заводами в Норвегии, откуда поставлялся весь объем смолта на участки в Россию. В 2022 году для снижения зависимости от иностранных поставщиков компания продала эти заводы норвежскому менеджменту и приобрела три смолтовых завода в России. Это «Селекционный центр аквакультуры» и имущественный комплекс в Ермолино, расположенные в Калужской области, а также ООО «Мулинское рыбоводное хозяйство» в Нижегородской области. Суммарная мощность новых заводов составляет 4 млн шт. малька. В 2022 году компания вышла на зарыбление рыбоводных участков на уровне выше 10 млн шт. смолта и планирует удерживать этот уровень. Российские заводы еще не вышли на полную мощность, и это значит, что импортные поставки смолта продолжают.

► **Этап выращивания до товарной навески.** После зарыбления морских и пресноводных участков рыба в течение первого года набирает вес до товарной навески на уровне около 1,7 кг для лосося и 1,9 кг для форели. Спустя еще около полугода начинается вылов, к этому моменту рыба достигает веса более 5 кг. Вылов продолжается в течение следующих 6 месяцев. Корм для рыбы доставляется к садкам на специальных судах. Флот компании насчитывает 11 катама-

ранов для установки и обслуживания ферм. Важный этап выращивания рыбы в садках – делайсинг, защита рыбы от паразитов – морской вши.

- ▶ **Этап переработки.** Рыба на живорыбных судах доставляется до завода по переработке в Мурманске (озерная форель – до цеха в Карелии), где она забивается, потрошится и упаковывается. Средняя мощность переработки завода в Мурманске – 118 т в день, но она может быть увеличена до 218 т в день.
- ▶ **Реализация.** На этом этапе компания продает рыбу через дистрибьюторов, а также напрямую переработчикам и ритейлерам.

Длительность операционного цикла означает, что зарыбление, начатое в 2023 году (период зарыбления май – сентябрь), может дать урожай во второй половине 2024 года и в первой половине 2025 года.

**Затраты зависят от валютных курсов.** Высокий коэффициент конверсии корма делает выращивание рыбы прибыльным бизнесом. В 2016–2022 гг. средняя валовая рентабельность компании составляла 46%. Основная статья расходов – сырье, большая часть приходится на корма. В течение года компания несет расходы на зарыбление, корм уже посаженной рыбы и вылов рыбы, доросшей до целевой навески. Inarctica оценивает долю валютных затрат в расходах на сырье на уровне 60%. Это делает компанию чувствительной к обменному курсу: ослабление рубля ведет к росту затрат и переносится в цены. Кроме того, значительное ослабление рубля может вызывать снижение спроса (из-за слишком высоких импортных цен) и оказать давление на маржу, если рост валютной компоненты затрат не будет полностью переложен в отпускные цены.

**Главный операционный риск – гибель рыбы.** Главная угроза для аквакультурного лосося – лососевая вошь (рачок-паразит, портящий товарный вес рыбы). В 2015 году она распространилась в акватории Баренцева моря. Кроме того, на фермах компании был выявлен миксобактериоз (заболевание аквакультурных рыб). Компания лишилась 70% рыбы, а ее суммарные потери составили 1 млрд руб. Из-за распространения паразита Inarctica также отказалась от зарыбления ферм в 2016 году. Чтобы поддержать финансовое положение и инвестировать в собственное производство смолта в 2017 году, компания провела SPO и привлекла 1 млрд руб. Inarctica продала более 8,3 млн акций по цене 120 руб. за штуку. Компания продолжает инвестировать в повышение уровня биологической безопасности, однако полностью исключить риск повторного заражения невозможно: лососевая вошь свободно обитает в морях и океанах, а от ее распространения регулярно страдают и крупнейшие аквакультурные компании.

**Отрасль отличается низкой конкуренцией.** Inarctica – крупнейший производитель атлантического лосося и форели в России. Эта отрасль отличается низкой конкуренцией, что объясняется высоким порогом входа из-за отсутствия вспомогательных функций и сервисов, длинным операционным циклом, а также капиталоемкостью процесса выращивания рыбы. Аквакультура требует расходов на садки, живорыбные суда, технику и корма, а также квалификации для контроля биологических

рисков. В прошлом компания привлекала для развития бизнеса норвежских специалистов. Для сравнения, выручка Инарктики в 2022 году составила 23,5 млрд руб., а выручка другого крупного производителя морской форели на российском рынке – «Русского Лосося» – 7,5 млрд руб.

## Прогноз финансовых показателей Inarctica

Inarctica в 2023–2026 гг. может выйти на новые показатели реализации – более 30 тыс. т рыбной продукции. Это позитивно отразится на финансовых показателях компании и приведет к снижению долговой нагрузки. Это позволит Inarctica повысить коэффициент дивидендных выплат до 50% от чистой прибыли по МСФО к концу прогнозного периода.

### Выручка

- В 2022 году компания получила 23,5 млрд руб. выручки при объемах реализации меньше, чем в 2021 году: 25,6 тыс. т против 27,9 тыс. т. Увеличение выручки объясняется исключительно повышением цен: средняя цена реализации компании выросла более чем на 60% до 912 руб./кг по сравнению с 568 руб./кг в 2021 году.
- В 2022 году компании удалось посадить более 10 млн шт. мальков. С учетом операционного цикла Inarctica это позволит компании нарастить вылов рыбы во второй половине 2023 года. Наряду с небольшим ростом цен по итогам 2023 года (на 3% примерно до 940 руб./кг) мы ожидаем, что Inarctica получит 26 млрд руб. выручки при объемах реализации около 27 тыс. т. Рост выручки относительно 2022 года составит 10%, объемы реализации увеличатся на 7%.
- Мы прогнозируем, что среднегодовые темпы роста выручки в 2022–2026 гг. составят около 10%. Основными факторами увеличения показателя будут поддержание объемов зарыбления рыбноводных участков на уровне 2022 года, что с учетом сезонности позволит повысить объемы реализации до 31 тыс. т в 2024–2025 гг. Мы также ожидаем, что в 2025 году компания увеличит объемы зарыбления, так как начнет работу смолтовой завод в Кондопоге. К 2026 году выручка Inarctica может составить 34,1 млрд руб.

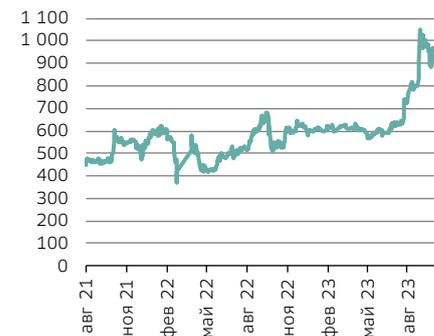
### СЕБЕСТОИМОСТЬ

- В 2022 году выручка компании росла значительно быстрее, чем затраты, что было обусловлено резким скачком цен. По нашему мнению, в прогножном периоде валовая рентабельность вернется на уровень около 47-49% (против 58% в 2022 году).

### ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ

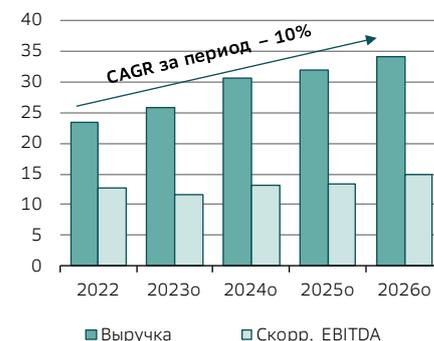
- В прогножном периоде чистая прибыль компании будет в диапазоне 10–12 млрд руб., а в 2023–2024 гг. немного снизится относительно 2022 года из-за роста процентных расходов в связи с повышением ключевой ставки ЦБ.

### Динамика котировок акций Inarctica, руб.



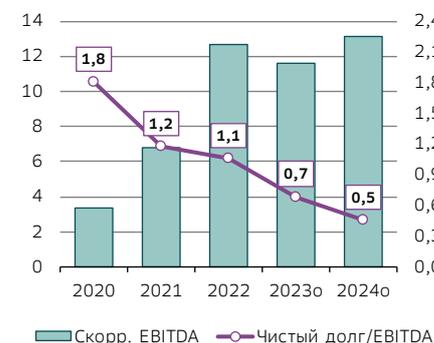
Источник: МосБиржа

### В 2026 году выручка компании может приблизиться к 35 млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

### Долговая нагрузка продолжит снижаться, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

## СКОРРЕКТИРОВАННАЯ EBITDA

- В 2022 году компания продемонстрировала рентабельность по EBITDA на уровне 54%, а показатель EBITDA составил 12,6 млрд руб. Мы ожидаем, что в 2023 году EBITDA компании будет на уровне 12 млрд руб., а рентабельность снизится до 45%. В дальнейшем она будет в диапазоне 42-44%.

## СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК.

- Исторически у компании был отрицательный свободный денежный поток из-за больших инвестиций в развитие производства и в оборотный капитал (последнее связано с длительным операционным циклом).
- На фоне роста цен и выхода на новые объемы возможности компании по генерации свободного денежного потока (СДП) значительно улучшились. По прогнозу менеджмента, пик инвестиционного цикла будет пройден в 2024 году (оценка капитальных затрат составляет 4,6 млрд руб.), после чего ожидается снижение капиталовложений. Учитывая рост затрат на поддержание бизнеса из-за запуска новых заводов, мы допускаем, что в прогнозном периоде доходность СДП будет в диапазоне 6–13%.

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

- По итогам 1П23 долг Inarctica был на комфортном уровне: коэффициент «чистый долг/EBITDA» составлял 1. Мы считаем, что компании не потребуются дополнительные кредитные средства на реализацию инвестиционных планов, поэтому ожидаем снижения долговой нагрузки до 0,7 уже по итогам 2023 года.

## ПЕРСПЕКТИВЫ ПОВЫШЕНИЯ КОЭФФИЦИЕНТА ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ

- Хорошая доходность свободного денежного потока позволит компании повысить коэффициент дивидендных выплат, что может быть одним из факторов роста инвестиционной привлекательности Inarctica.
- Дивидендная политика компании предусматривает выплаты при наличии чистой прибыли по РСБУ или МСФО, при условии, что показатель «чистый долг/EBITDA» не превышает 3,5. При принятии решения компания также учитывает собственную потребность в средствах для реализации инвестпрограммы и риски для операционной деятельности (например, биологические).
- Мы ожидаем, что коэффициент дивидендных выплат постепенно будет повышен до 50% от чистой прибыли в 2026 году, а доходность дивидендов, выплаченных за период, увеличится до 6%.

### Компания выходит на двузначную доходность СДП



Источник: компания, SberCIB

### Компания может повысить коэффициент дивидендных выплат



**Прогноз основных финансовых показателей Inarctica, млн руб.**

	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о
<b>Выручка</b>	<b>15 904</b>	<b>23 501</b>	<b>25 763</b>	<b>30 653</b>	<b>31 879</b>	<b>34 127</b>
Валовая прибыль	7 060	13 726	13 435	14 951	15 134	16 563
Рентабельность	44,4%	58,4%	52,1%	48,8%	47,5%	48,5%
ЕВITDA скорр.	6 799	12 651	11 622	13 123	13 473	14 887
Рентабельность	42,8%	53,8%	45,1%	42,8%	42,3%	43,6%
Чистая прибыль скорр.	8 530	12 215	9 577	10 714	10 997	12 272
Чистый долг	8 007	13 385	7 967	5 937	691	-5 035
Чистый долг/ЕВITDA	1,2	1,1	0,7	0,5	0,1	-0,3
Свободный денежный поток	3 160	-1 716	9 416	5 478	9 853	11 225
Доходность свободного денежного потока	9,2%	-3,6%	10,6%	6,2%	11,1%	12,7%
<b>Мультипликаторы</b>						
EV/ЕВITDA	6,1	4,7	8,7	7,3	6,8	5,8
P/E	4,0	3,9	9,2	8,3	8,0	7,2
<b>Дивидендная доходность</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>

Источник: компания, SberCIB

С учетом исторических данных мы считаем справедливым коэффициент EV/ЕВITDA на следующие 12 месяцев для Inarctica на уровне 6,5-7,0. При нашем базовом прогнозе финансовых показателей акции компании торгуются вблизи справедливых уровней.

## SWOT-анализ Inarctica

### Сильные стороны

- Прочные позиции на рынке аквакультурного лосося и низкая конкуренция. Наличие у менеджмента экспертизы по выращиванию аквакультурной рыбы.
- Растущий спрос на красную рыбу благодаря тренду на здоровое питание.
- Красная рыба – премиальный продукт, что предполагает стабильный спрос со стороны гостинично-ресторанного бизнеса.
- Компания отличается высокой рентабельностью – более 40% по скорректированной EBITDA.
- Возможности контролировать издержки благодаря инвестициям в собственные мощности по производству кормов и смолта.
- Низкий уровень долговой нагрузки уменьшает риски для компании с учетом длительного операционного цикла.
- Нулевая ставка налога на прибыль.

### Слабые стороны

- Компания чувствительна к изменению валютных курсов. Укрепление рубля до уровней 85-90 за доллар может снизить стоимость импорта и вызвать коррекцию цен на лососевых. Это может умеренно негативно отразиться на выручке Inarctica.
- Компания пока продолжает зависеть от поставок импортного смолта. Перерыв в поставках в период зарыбления может негативно сказаться на будущих объемах вылова.

### Возможности

- Завершение инвестиционной программы и строительство двух новых смолтовых заводов может полностью обеспечить компанию мальком собственного производства.
- Выход на стабильные объемы вылова обеспечит хорошую доходность СДП, что позволит увеличить коэффициент дивидендных выплат.

### Риски

- Ключевой риск для компании – риск гибели рыбы или смолта из-за болезней. Это может существенно повлиять на выручку и финансовые показатели.
- Уменьшение объема раскрываемой информации.
- Риск санкций.
- Снижение реальных доходов населения и переход потребителей на более дешевые источники протеина.

## Ограничение ответственности