

# Inarctica (Русаквакультура) Ставка на импортозамещение

21 ОКТЯБРЯ 2022



---

## **Inarctica (Русаквакультура): ставка на импортозамещение**

**Inarctica (ранее «Русская Аквакультура») – единственная публичная российская компания, занимающаяся выращиванием рыбы. Это высокотехнологичная сфера сельского хозяйства, которая развита во многих странах мира, а в России быстро растет последние несколько лет. Сейчас для отрасли в целом и Inarctica в частности сложились благоприятные условия.**

- С 2015 года, когда появилась потребность в замещении выпадающих импортных поставок рыбы, вылов российской аквакультурной рыбы (выращенной в искусственно созданных условиях) увеличился более чем в два раза до 356 тыс. т к концу 2021 года. Это лишь 10% от объема внутреннего потребления рыбы. Стратегия развития рыбохозяйственного комплекса России предполагает рост выпуска продукции аквакультуры до 598 тыс. т в 2025 году и 618 тыс. т в 2030 году.
- Одно из наиболее перспективных направлений аквакультуры – разведение красной рыбы. Российские компании увеличили выращивание и вылов атлантического лосося (разводится только в акватории Баренцева моря) и радужной форели до 137 тыс. т в 2021 году (на 17% больше, чем в 2020). В 2022 году у отечественных производителей появилась возможность заместить импортные поставки, которые уже начали сокращаться из-за логистических трудностей и осложнения геополитической ситуации. В 2021 году российские компании импортировали 690 тыс. т рыбы, в том числе 100 тыс. т красной рыбы, но уже в первой половине 2022 года суммарные поставки упали на 35% год к году.
- Нарращивание объемов производства совпало с ростом цен. Цены на лососевых выросли на 21% за восемь месяцев 2022 года, что поспособствует улучшению финансовых результатов российских производителей рыбы. Выращивание красной рыбы и ранее отличалось высокой рентабельностью за счет эффективности расходов на корм: соотношение затраченного корма и прироста массы для рыб довольно низкое. В случае с Inarctica наращивание объемов вылова и рост цен положительно скажутся на ее выручке, которая, вероятно, превысит рекордный результат 2021 года. Компания пока не раскрывала операционные и финансовые показатели в текущем году.
- Inarctica обладает потенциалом роста и в более долгосрочной перспективе: компания пока выращивает 45% от потенциально возможных объемов рыбы, при этом в 2021–2022 годах она вышла на стабильные объемы вылова.

## Аквакультура – основной драйвер роста рыболовной отрасли

Рыба – один из ключевых источников витаминов и минералов для человека, а ее разведение и вылов – важная сфера агропрома. Эта продукция пользуется популярностью у потребителей: по данным Росстата, в 2021 году на рыбу пришлось 7,4% расходов россиян на основные продукты. Вместе с тем, в отличие от других сфер сельского хозяйства, в российской рыбной отрасли сохраняется существенный потенциал роста.

В мире объем продукции, поставляемой промышленным рыболовством и сегментом аквакультуры, распределен равномерно (51% и 49% от общего объема 178 млн т в 2020 году). В России выше доля рыболовства – эта отрасль обеспечила 4,6 млн т водных биоресурсов в 2021 году, что соответствует 2,64 млн т биоресурсов на внутреннем рынке за вычетом экспорта. Поставки аквакультуры (356 тыс. т) обеспечили почти 10% внутреннего рынка, а на импорт пришлось около 19% (690 тыс. т).

Согласно данным Росрыболовства, выловленной в российских водах рыбы более чем достаточно для полного обеспечения внутреннего спроса. Однако, из-за географических особенностей и логистических сложностей внутренний спрос в значительной степени удовлетворяется за счет импорта. В 2021 году 70,2% выловленной в России рыбы пришлось на Дальний Восток, откуда доставка продукции основным потребителям в европейской части России оказывается не столь рентабельной, как импорт в ближнее зарубежье – Китай, Корею (покупатели более 80% российской экспортируемой рыбы) и прочие страны Азии. По данным ФТС за 2021 год, российские рыболовы вылавливают преимущественно минтай, тихоокеанских лососей (нерка, горбуша, кета), треску, сельдь и сардины, и от 16% до 50% выловленной рыбы (в зависимости от вида) в конечном счете идет на экспорт.

Такая ситуация объясняется сроками доставки: свежая и охлажденная рыба ценится выше замороженной, но срок ее хранения в охлажденном виде составляет от 14 до 16 дней в зависимости от температуры воды, в которой она выловлена. Доставлять рыбу с Дальнего Востока можно авиатранспортом, по Северному морскому пути или по железной дороге. В первом случае это создаст наценку для и без того не самого экономичного продукта, а в двух других – сроки могут превысить 14–16 дней и рыбу придется замораживать, что может сказаться на ее вкусовых качествах. Кроме того, доставка по морю и железной дороге требует специального оборудования – рефрижераторных судов и вагонов, количество которых ограничено, а стоимость аренды возрастает в зависимости от сезонности. Так, она повышается в период лососевой путины на Дальнем Востоке, который начинается в июне–июле и длится до сентября. Осложняет ситуацию и то, что круглогодичное судоходство по Севморпути невозможно, а железнодорожные мощности сейчас перегружены поставками на Восток. В результате значительная доля дальневосточной рыбы отправляется на экспорт в ближнее зарубежье, а в европейскую часть России и более отдаленные регионы и страны она попадает в замороженном виде.

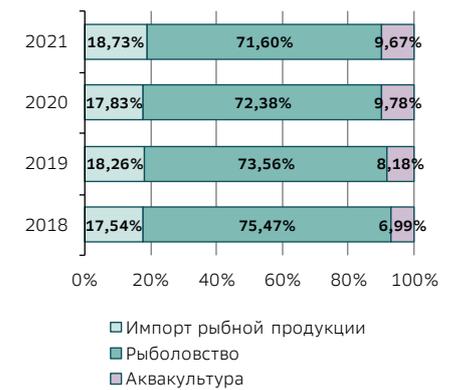
В сложившейся ситуации недостающие позиции красной рыбы и марикультуры возмещались импортными поставками из северных стран Европы, которые уже наладили цепочки поставок и не так сильно зависят от сезонности – в европейских странах развита аквакультура, поэтому

Динамика акций Inarctica, руб.



Источник: МосБиржа

Аквакультура постепенно завоевывает долю на рынке



Источник: Росрыболовство

Основная продукция российской аквакультуры – красная рыба и карповые (первый график), российских рыбаков – тихоокеанская рыба (тыс. т)



Источник: Росрыболовство

выращенная рыба может поставляться круглый год, а с учетом географической близости к европейской части России сроки ее доставки могут не превышать девяти дней.

Необходимость экстенсивного развития собственной аквакультуры появилась в 2014 году, когда в ответ на санкции Россия запретила ввоз продуктов из западных стран, в том числе рыбы из Норвегии и Исландии. Россия импортировала более 80% рыбы из Норвегии, и прекращение поставок позволило внутренним производителям упрочить позиции на рынке.

С 2015 года, когда производство аквакультурной рыбы составляло 153 тыс. т, объем рынка вырос до 356,6 тыс. т в 2021 году, т. е. в 2,3 раза (с учетом посадочного материала). При этом за последние четыре года качественно изменился состав продукции аквакультуры – доля лососевых выросла с 28% до 38,6% (137 тыс. т), а беспозвоночных – с 4,1% до 16,5% (58,7 тыс. т). Эти два направления показывают двузначные годовые темпы прироста. В последние четыре года объем вылова водных биоресурсов российскими рыбаками без учета аквакультуры колеблется около 4,7 млн т, и повышение этого объема ограничивается естественными причинами. Это делает аквакультуру основным драйвером роста отрасли. Согласно стратегии развития рыбохозяйственного комплекса России, к 2025 году производство товарной продукции аквакультуры возрастет до 598 тыс. т, а к 2030 – до 618 тыс. т. Достижение первого показателя предполагает годовые темпы роста около 11%, а второго – около 5%. Учитывая замедление темпов роста производства аквакультуры до 8,5% в 2021 году и высокой степени неопределенности, достижение поставленной цели к 2030 году выглядит более вероятным.

Замещение импортных поставок – одна из возможностей для российских производителей аквакультуры, а одно из преимуществ – сроки доставки. Атлантический лосось в России выращивается только в теплых бухтах Баренцева и Белого морей. После переработки на заводах такую рыбу можно доставить в охлажденном виде в крупные города европейской части России всего за несколько дней. Преимущества со стороны предложения сочетаются с наличием спроса. Потребление рыбы в России растет с 2000-х годов, когда оно в среднем составляло 15 кг на человека в год, а с 2010-х оно устойчиво превышает 20 кг. Хотя Рыбный союз оценивает объем потребления ниже (товарный вес рыбы и вес употребляемого в пищу мяса отличаются), спрос на свежую красную рыбу все равно поддерживается благодаря тенденции к здоровому питанию в более обеспеченных регионах. Устойчивый спрос создает для компаний возможности по наращиванию производства. При этом стратегия развития рыбохозяйственного комплекса, утвержденная правительством, предполагает его рост до 25 кг в год на человека к 2030 году. В том числе и поэтому отрасль регулярно получает господдержку – например, с 2023 года правительство будет компенсировать компаниям 20% затрат на строительство или модернизацию цехов по производству кормов для ценных видов лососевых и осетров.

Хотя к 2021 году импорт красной рыбы восстановился до 100 тыс. т преимущественно за счет поставок из Чили и Фарерских островов, в 2022 году объемы импорта могут сократиться из-за новых санкций против России и нарушения логистических цепочек поставок. Об этом предупреждают отраслевые ассоциации и пишут российские СМИ. В частности, российская Ассоциация добытчиков минтая прогнозировала снижение импорта на 28–35% в 2022 году. По данным Росрыболовства, в первой половине 2022 года импорт рыбы уже уменьшился на 35% до 206 тыс. т.

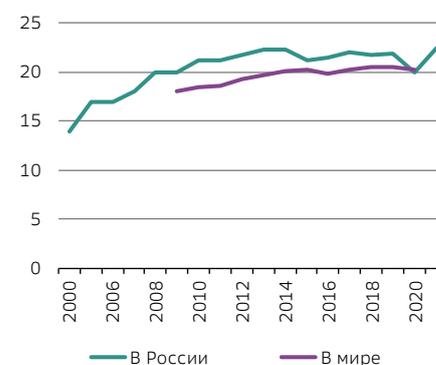
**Рынок аквакультуры РФ более чем удвоился за шесть лет, но потенциальные объемы могут быть еще вдвое больше, тыс. т**



Примечание. Показатели из стратегии правительства с учетом посадочного материала

Источник: Росрыболовство, Стратегия развития рыбохозяйственного комплекса России

**Потребление рыбы с 2010-х вышло на стабильно высокий уровень, в мире этот показатель несколько ниже**



Источник: Росстат, ФАО

## Inarctica строит вертикальную бизнес-модель

За свою историю компания – с августа 2022 года Inarctica – несколько раз меняла названия. Она была основана в 1997 году Максимом и Андреем Воробьевыми под названием «Русское море» и первоначально занялась импортом и переработкой рыбы на собственном заводе в подмосковном Ногинске. В 2010 году компания провела IPO на МосБирже, а в 2012 году запустила 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.

Согласно последней отчетности за первую половину 2021 года по МСФО, 47,7% компании принадлежит Максиму Воробьеву, еще 24,99% и 9,4% – закрытым паевым инвестиционным фондам (ЗПИФ), которые в соответствии с законодательством не обязаны раскрывать владельцев паев. Free float оценивается самой компанией в 16,22%.

Для построения вертикальной бизнес-модели компании потребовались собственные смолтовые заводы, где выращиваются мальки. Покупке заводов предшествовал инцидент в 2015 году, когда из-за заболевания популяции атлантического лосося было потеряно более 70% рыбы. В 2017 году Inarctica приобрела два завода в Норвегии Villa Smolt AS и Olden Oppdrettsanlegg AS, а в 2021 году был выкуплен третий смолтовый завод Setran. Суммарная мощность заводов оценивается в 6 млн шт. смолта. При этом икру, из которой выращиваются мальки и смолт на норвежских заводах, компания все еще закупает у внешних поставщиков. Покупка смолтовых заводов существенно снизила биологические и операционные риски, так как диверсифицировала источники поставки смолта.

Когда вес смолта достигает 100–170 г, мальков перевозят из Норвегии на специальных судах на фермы в Баренцевом море, где они вырастают в садках до 4,5–5,5 кг. Следующие этапы предполагают переработку рыбы на собственном заводе в Мурманске, а затем продажу дистрибьюторам и ритейлерам.

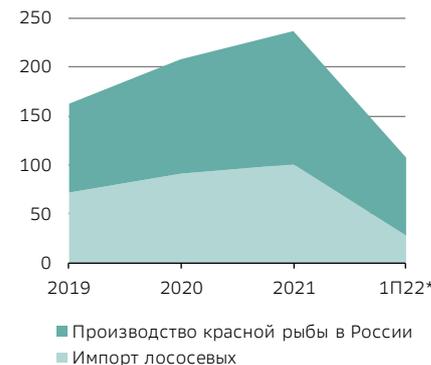
От других секторов сельского хозяйства аквакультура отличается низкой конкуренцией, что объясняется высоким порогом входа в отрасль из-за отсутствия вспомогательных функций и сервисов. Вместе с тем премией за присущий биологический риск, длинный операционный цикл и нехватку мощностей по производству аквакультурной рыбы является высокая маржинальность. 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

### Основной акционер группы – Максим Воробьев



\* – под управлением ООО "УК Свиньин и партнеры"  
 \*\* – под управлением ООО "Си-Эф-Си Прямые инвестиции"  
 Источник: компания

### Емкость российского рынка красной рыбы росла до 2022 года, тыс. т



Источник: Росрыболовство, ФТС

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



Источник: IopScience

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).

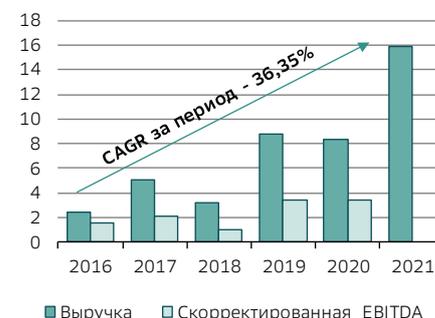
Красная рыба при этом является одним из наиболее перспективных направлений аквакультуры: спрос на эту категорию рыбы устойчиво повышается, о чем говорят растущие объемы ее импорта и производства – в 2021 году на российский рынок было поставлено в совокупности 237 тыс. т отечественной и импортной красной рыбы, что на 14,3% больше, чем годом ранее.

Предложение красной рыбы увеличивается как за счет роста импорта, так и за счет наращивания внутреннего производства. С 2018 по 2021 год вылов лососевых российскими компаниями почти удвоился с 67 тыс. т до 137 тыс. т. Динамичные темпы роста демонстрирует и Inarctica – вылов живой рыбы на фермах в Мурманской области и Карелии увеличился с 6,325 тыс. т в 2018 году до 32,5 тыс. т в 2021 году. В первой половине 2022 года вылов аквакультурных лососевых оценивается в 79,6 тыс. т, что пока менее чем на 1% превышает показатель первой половины 2021 года. Inarctica не раскрывала операционные результаты за этот период.

Быстрый прирост объемов производства не мог не сказаться на финансовых результатах. В 2021 году консолидированная выручка Inarctica возросла на 91% до 15,9 млрд руб. Еще в 2017 году выручка Inarctica составляла всего 5 млрд руб., среднегодовые темпы роста за этот период достигли 36%. Компания не опубликовала результаты за 2021 год по МСФО.

Inarctica – растущая компания, которая направляет значительную часть своих операционных денежных потоков на инвестиции. В результате в последние три года свободный денежный поток компании был отрицательным: минус 3,1 млрд руб. в 2018 году, минус 69 млн руб. – в 2019, минус 1,35 млрд руб. – в 2020 и минус 900 млн руб. – за 9М21 (основная операционная компания группы показала свободный денежный поток минус 290 млн руб. по итогам 2021 года по РСБУ). Инвестиции финансируются из собственных и заемных средств, что объясняется спецификой отрасли. Аквакультура – это капиталоемкий бизнес, который требует расходов на садки, живорыбные суда и технику, при этом инвестиционный цикл от зарыбления фермы до получения выручки может занимать несколько лет.

### Inarctica демонстрирует высокие темпы роста...



Источник: компания

### и последовательно наращивает объемы продаж рыбы



\*Данные по биомассе в 2021 году представлены за 9М2021

Источник: компания

## SWOT-анализ группы

### Сильные стороны

**Повышение цен поддержит выручку.** Сокращение импорта и нарушение цепочек поставок не могли не привести к росту цен на красную рыбу в России. С начала года потребительские цены на охлажденных и свежемороженых лососевых выросли на 21%, в августе прирост составил 30% год к году (в месячном выражении прирост оказался почти нулевым). Это благоприятный фактор, который поддержит финансовые результаты компании по итогам 2022 года, однако может негативно повлиять на спрос со стороны населения. Цены на лососевых в России выше, чем на мировом рынке, что объясняется эксклюзивным положением компаний, поставляющих красную рыбу в России – после ограничения на поставки лосося из Норвегии единственным европейским поставщиком остались Фарерские острова. В краткосрочной перспективе это, скорее, выигрышная ситуация для производителей российской рыбы, а в долгосрочной перспективе она позволит снижать цены, вытесняя импортных производителей. Рост цен должен привести к ощутимому увеличению выручки: производственный цикл Inarctica таков, что объем биомассы предыдущего года дает сопоставимые объемы продаж в текущем году. На конец третьего квартала 2021 года биомасса оценивалась в 29,8 тыс. т (биомасса на конец 2020 года – 28,2 тыс. т, продажи в 2021 году – 28 тыс. т). Даже сопоставимый с 30 тыс. т объем продаж в 2022 году с учетом роста цен может обеспечить существенный прирост выручки компании.

**Дивидендные выплаты и цена акций.** Начиная с конца 2020 года Inarctica регулярно распределяет прибыль акционерам. Выплаты пока небольшие, самый крупный дивиденд составил 1,32 млрд руб. – это были выплаты за шесть месяцев 2022 года. Доходность на момент объявления о выплате составила 2,7%. Дивидендная политика компании предусматривает выплаты при наличии чистой прибыли по РСБУ или МСФО при условии, что показатель «чистый долг/ЕБИТДА» не превышает 3,5. При принятии решения компания также учитывает собственную потребность в средствах для реализации инвестпрограммы и риски для операционной деятельности (например, биологические). В целом топ-менеджмент Inarctica декларирует стремление последовательно повышать долю дивидендных выплат в чистой прибыли.

Акции Inarctica (данные на 21 октября), торгуются по 540 руб. за шт., что на 28,5% дороже, чем до приостановки торгов на Мосбирже в феврале. Этот уровень на 25% ниже сентябрьского максимума (678 руб.), после достижения которого котировки начали снижаться. На их динамику повлияли выплата дивидендов компанией в сентябре и усиление волатильности на российском рынке.

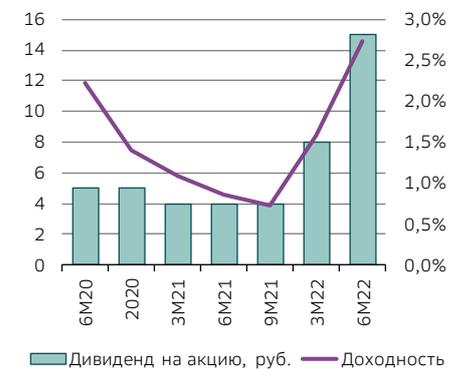
**Высокая маржинальность.** Высокий коэффициент конверсии корма делает выращивание рыбы прибыльным бизнесом. Также хорошей маржинальности способствуют близость производственных мощностей к рынкам сбыта и невысокая стоимость смолта. К примеру, в марте весь

**Цены на красную рыбу в России традиционно выше, чем за рубежом, руб. за кг.**



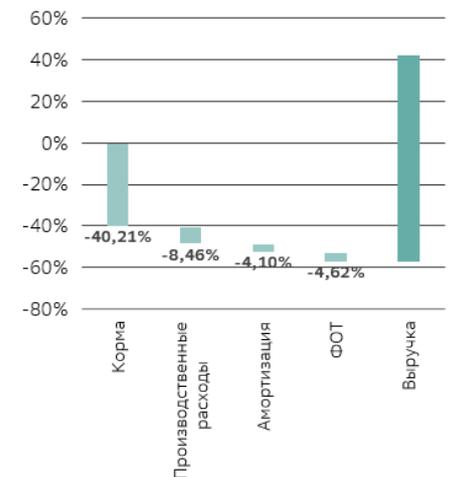
Источник: Росстат, FishPool

**Компания начала регулярно платить дивиденды с конца 2020 г.**



Источник: Росстат, FishPool

**Главная статья расходов – корма, усредненные данные за 2016-2021 гг.**



Источник: компания

объем экспорта норвежского смолта в Россию оценивался в \$14,8 млн (или 1,5 млрд руб. на тот момент). С учетом укрепления рубля эта сумма стала еще меньше. Фермы компании по выращиванию рыбы расположены в Мурманской области и Карелии, что позволяет поставлять свежую и охлажденную рыбу в торговые сети в европейской части России в течение нескольких дней после забоя. Согласно усредненным значениям за 2016–2021 годы, расходы на корма составляли в среднем около 40% выручки, а амортизация, ФОТ и другие производственные расходы – еще примерно 15%. Маржинальность компании по скорректированной EBITDA в 2016–2020 годах не опускалась ниже 30%.

**Стабилизация объемов производства.** Inarctica обладает потенциалом для расширения списка поставщиков малька для российских ферм с минимальными затратами – новый смолтовый завод Setran Settefisk AS в 2021 году готовился для закладки первой партии малька. С учетом заявленных компанией сроков выращивания рыбы, если в 2022 году норвежский завод начнет работу, Inarctica сможет поставлять с него малька в Россию уже с 2023 года. Этот фактор поможет компании сохранить текущие объемы вылова в среднесрочной перспективе.

**Комфортный уровень долговой нагрузки.** На конец третьего квартала 2019 года соотношение «чистый долг/скорректированная EBITDA» за 12 месяцев составляло 2,0, что относительно комфортный уровень для растущей компании.

#### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

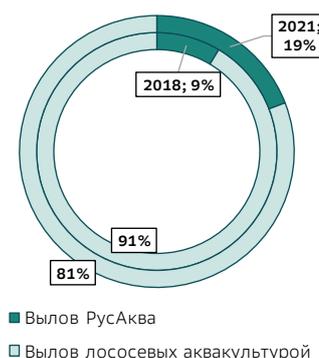
**Зависимость от «недружественных» стран.** Раньше иностранные поставщики занимали до 90% российского рынка кормов (основные поставки шли из Норвегии, Дании и Финляндии), но после обострения геополитической напряженности ситуация изменилась. Производители начали заявлять о перебоях в поставках и поиске альтернативных производителей кормов. В России и СНГ расположены 10 предприятий по производству корма, чьих мощностей будет достаточно для замещения импортных поставок, хотя качество их продукции пока не соответствует европейским аналогам. Вместе с тем Inarctica закупает икру и корм для рыбы за рубежом. Если компании не удастся решить проблемы с доступом к качественным кормам, это в среднесрочной перспективе может привести к ухудшению здоровья рыбы и, следовательно, операционных показателей.

#### ВОЗМОЖНОСТИ

**Замещение выпадающего импорта.** Inarctica владеет 40 участками (26 в Мурманске и 14 в Карелии), которые позволяют ежегодно выращивать до 60 тыс. т рыбы в живом весе. При этом суммарных мощностей по производству смолта (6 млн шт.) на норвежских фермах должно хватить для потребностей компании. Наличие свободных мощностей и сокращение импорта создают для компании возможность нарастить продажи рыбы и увеличить свою долю на рынке.

**Развитие собственного бренда.** Компания развивает собственный розничный бренд Inarctica. Это позволяет поставлять продукцию напрямую в розничные сети и сократить расходы на дистрибуцию, а также укрепить позиции на рынке и в переговорах с контрагентами. В конечном счете это

#### За три года доля компании на рынке удвоилась



Источник: Росстат, FishPool

приводит к снижению зависимости операционных результатов от внешних факторов. В 2021 году доля крупнейшего покупателя (АО «Русская рыбная компания») сократилось до 37% с 50% в 2020. По итогам пяти месяцев 2022 года эта доля еще немного снизилась – до 31%.

**Инвестиции в новые направления аквакультуры.** В 2022 году компания изучала возможность выращивать аквакультуру лососевых на рыбноводном участке на Дальнем Востоке. Кроме того, Inarctica рассматривала сценарий развития в регионе производства марикультуры – гребешка и трепанга. Возможность развития новых направлений аква- и марикультуры в будущем сохраняется, так как риски быстрого заполнения рынка новыми игроками невелики. С учетом сроков зарыбления ферм и выращивания рыбы, а также необходимости иметь собственные живорыбные суда и фермы этот бизнес требует значительных первоначальных инвестиций.

### ФАКТОРЫ РИСКА

**Биологические риски.** 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, присущее аквакультурным рыбам). 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 проинвестировать в собственное производство смолта в 2017 году, компания провела SPO и привлекла 1 млрд руб. от акционеров. Inarctica продала свыше 8,3 млн акций по 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.

**Влияние геополитической ситуации.** Как отмечалось выше, Inarctica зависит от поставок икры, корма и смолта из Норвегии. Пока норвежские власти не обсуждали какие-либо ограничения на экспорт этих товаров. Однако реализация этого риска может привести к ухудшению финансовых показателей компании в среднесрочной перспективе. На ближайшее время Inarctica, судя по всему, обеспечена достаточными запасами и имеет уже подтвержденные контракты. В частности, норвежские СМИ в июне и июле сообщали о повышении интенсивности экспорта смолта в Россию. Постепенная диверсификация поставщиков должна минимизировать риски выпадения поставок и влияние этих рисков на выручку будет умеренным.

**Снижение реальных доходов населения.** Несмотря на то что лососевые относятся к премиальному сегменту рыбы, снижение доходов может заставить потребителей переключиться на более дешевые виды рыб: карповые, треску или на мясо, что приведет к ослаблению спроса. Компания сейчас работает только на внутреннем рынке: поставки рыбы в страны СНГ пока лишь в планах, а экспорт в ЕС не является привлекательным из-за насыщенности местного рынка и геополитических рисков.

## Ограничение ответственности

### Сроки доставки продукции компании до крупнейших городов России – всего несколько дней



Источник: Компания