

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

Русагро

«Вкусная» инвестиция

Мы начинаем покрытие «Русагро», одного из крупнейших вертикально интегрированных агропромышленных холдингов в России. Компания занимает ведущие позиции в производстве сахара, мяса, растительного масла, маргарина и майонеза, а также владеет одним из крупнейших земельных банков в России совокупной площадью 500 000 га.

Мы оценили ГДР компании в 19,5 долл., что подразумевает 21%-ный потенциал роста. Невзирая на то, что с сентября прошлого года котировки акций компании уже подскочили на 91%, мы присваиваем бумагам Русагро рейтинг «ЛУЧШЕ РЫНКА».

Компания делает ставку на рост бизнеса в перспективных сегментах российского сельскохозяйственного рынка, которые стали особенно привлекательны после введения продуктового эмбарго и фокуса государства на импортозамещении продовольствия и сельскохозяйственной продукции.

Русагро намерена упрочить свое лидирующее положение на рынке сахара за счет покупки наиболее привлекательных активов оказавшегося в сложной финансовой ситуации Разгуляя – компания начнет продавать активы в марте. За счет трех сахарных заводов и 75 000 га земель Разгуляя Русагро планирует увеличить производство сахара примерно на 35%.

Возможность сыграть на консолидации мясного рынка. Рынок свинины сильно фрагментирован: пяти крупнейшим производителям принадлежит всего 34% (2014 г.), тогда как на долю небольших фермерских и подсобных хозяйств приходится 26% от объема производства свинины в России (против 47% в 2010 г.). Дальнейшие перспективы роста Русагро в этом сегменте зависят главным образом от консолидации рынка крупными игроками, обладающими большим масштабом бизнеса, сильной переговорной позицией и высокой эффективностью.

Расширение присутствия на Дальнем Востоке. После покупки ~25 000 га земли в Приморском крае компания намерена запустить в регионе производство свинины. Проект должен увеличить производство свинины по меньшей мере на 30% к 2019 г. Русагро также планирует экспортировать в Китай соевое масло с недавно приобретенного масложирокомбината «Приморская соя».

Вертикально интегрированная операционная модель. Собственное производство Русагро покрывает потребности компании более чем на 60%. Это помогает стабилизировать рентабельность, поскольку хеджирует риски колебания себестоимости из-за изменения цен на сырье.

Собственный розничный бренд — в поддержку рентабельности. В 2016 г. Русагро планирует запустить собственный бренд охлажденных свиных полуфабрикатов. Данная мера позволит улучшить операционную рентабельность в мясном сегменте.

Низкий леверидж и субсидируемые процентные ставки по кредитам обеспечивают финансовую устойчивость и позволяют привлекать дополнительное проектное финансирование. По нашим оценкам, после сделки с Разгуляем коэффициент «чистый долг/скорректированная EBITDA» составит 0,6х на конец 2015 г., что является очень комфортным уровнем для Русагро с учетом субсидируемой процентной ставки всего 2,6%.

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 45 08)
Sergey.Vasin@gazprombank.ru

ТИКЕР	AGRO LI
Цена закрытия, долл.	16,15*
Целевая цена, долл.	19,50
Потенциал роста*	21%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА

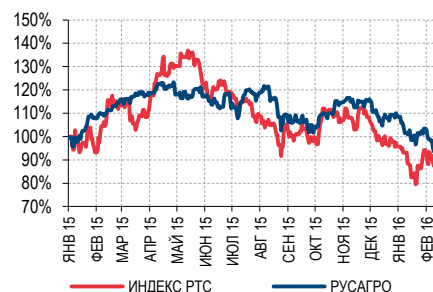
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Кол-во ГДР, млн	118
Рын. кап., млн долл.*	1 906
Чистый долг, млн долл.	11,9
EV, млн долл.*	1 918
Макс. за 52 недели, долл.*	16,15
Мин. за 52 недели, долл.*	5,80

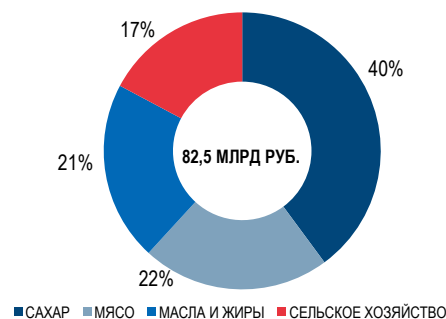
Источник: Bloomberg

Динамика котировок ГДР Русагро и индекса РТС*



Источник: Bloomberg

Структура валовой выручки Русагро, 2015 г.



Источник: данные компании

*данные на закрытие 17 февраля 2016 г.



Ключевые финансовые показатели Русагро, млн руб.

	2013	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
Выручка	36 490	59 112	73 419	91 867	102 235	111 890	129 658
EBITDA	6 784	18 069	24 544	27 126	28 389	31 103	35 663
Рентабельность по EBITDA	18,6%	30,6%	33,4%	29,5%	27,8%	27,8%	27,5%
Чистая прибыль	3 202	20 177	22 062	19 054	19 509	21 806	25 119
EV/EBITDA, x	22,0	8,2	6,1	5,5	5,2	4,8	4,2
P/E, x	46,2	7,3	6,7	7,8	7,6	6,8	5,9

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценочные коэффициенты (x)

	2014	2015П	2016П	2017П
P/E	7,3	6,7	7,8	7,6
EV/EBITDA	8,2	6,1	5,5	5,2
EV/Выручка	2,5	2,0	1,6	1,5
Дивидендная доходность	11,2%	8,3%	3,8%	3,3%
Доходность свободных денежных потоков	11,0%	-5,5%	2,2%	3,8%

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

	2014	2015П	2016П	2017П
Выручка	59 112	73 419	91 867	102 235
Операционные расходы	-42 276	-52 399	-69 334	-78 957
Общехозяйственные расходы	-7 463	-9 544	-11 943	-13 290
Амортизация	-3 497	-3 524	-4 593	-5 112
EBITDA	18 069	24 544	27 126	28 389
Операционная прибыль	16 837	21 020	22 532	23 277
Чистый финансовый доход	4 055	2 703	-2 262	-2 742
Прибыль до налогообложения	20 892	23 723	20 270	20 536
Налог на прибыль	-715	-1 661	-1 216	-1 027
Чистая прибыль	20 177	22 062	19 054	19 509
Прибыль на акцию	171	187	161	165

Основные показатели рентабельности, %

	2014	2015П	2016П	2017П
Операционная прибыль	28,5%	28,6%	24,5%	22,8%
EBITDA	30,6%	33,4%	29,5%	27,8%
Чистая прибыль	34,1%	30,0%	20,7%	19,1%

Балансовый Отчет, млн руб.

	2014	2015П	2016П	2017П
Денежные средства и их эквиваленты	19 180	27 663	34 623	38 153
Дебиторская задолженность	2 348	3 304	4 134	4 601
Товарно-материальные запасы	15 509	14 684	15 617	16 869
Итого текущие активы	43 910	52 871	61 669	67 346
Основные средства	29 520	36 275	41 787	46 898
Итого активы	81 506	115 633	130 330	141 342
Краткосрочный долг	12 500	11 100	11 800	11 450
Кредиторская задолженность	2 772	3 401	4 382	4 895
Итого краткосрочные обязательства	17 454	17 130	18 344	18 507
Долгосрочный долг	9 806	31 582	36 782	36 433
Итого краткосрочные обязательства	12 233	34 187	39 267	38 907
Итого акционерный капитал	51 512	64 010	72 413	83 621
Доля меньшинства	307	307	307	307
Итого обязательства и акционерный капитал	81 506	115 633	130 330	141 342

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

	2014	2015П	2016П	2017П
Операционный денежный поток	13 381	17 861	15 859	16 772
Вкл. Изменения оборотного капитала	-823	170	-1 686	-1 778
Денежный поток от инвестиционной деятельности	2 881	-26 033	-12 582	-11 202
вкл. капвложения	-5 358	-14 684	-20 211	-20 447
Денежный поток от финансовой деятельности	-8 618	10 775	7 113	705
Изменение объема денежных средств	7 644	2 603	10 390	6 275
Свободный денежный поток	16 261	-8 172	3 277	5 570

Основные показатели долговой нагрузки, млн руб.

	2014	2015П	2016П	2017П
Общий долг	22 306	42 682	48 582	47 882
Чистый долг	3 126	15 020	13 960	9 729
Долг/капитал	0,4	0,7	0,7	0,6
Чистый долг/EBITDA	0,2	0,6	0,5	0,3

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



СОДЕРЖАНИЕ

Инвестиционное резюме.....	4
Факторы инвестиционной привлекательности.....	5
Ограничения и риски	7
Оценка	8
Краткий обзор	8
Оценка методом ДДП.....	8
Оценка на основе сопоставления с международными компаниями-аналогами	10
Ключевые рынки присутствия и позиционирование Русагро.....	12
Сахар — основной бизнес компании и фактор роста ее стоимости	12
Покупка доли в Разгуляе — получить по максимуму от проблемного актива.....	13
Производство свинины — «восходящая звезда» в портфеле активов	14
Масложировой сегмент — стабильный бизнес, обладающий экспортным потенциалом	18
Земельный банк. Крупнейший российский землевладелец	20
Зерновые — «вишенка на торте».....	21
Финансовый прогноз компании	23
Выручка по сегментам — сахарный бизнес остается главным драйвером роста.....	23
EBITDA — рентабельность под умеренным давлением	24
В ближайшие годы инвестпрограмма увеличится.....	25
Долг компании — на комфортном уровне	26
Дивиденды — пик будет достигнут в 2016 г.	27
Структура владения и акции в свободном обращении	28
Приложение	29

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ

Русагро представляет собой один из крупнейших вертикально интегрированных агропромышленных холдингов в России с земельным банком в 500 000 га и лидирующими позициями в производстве сахара, свинины, маргарина и майонеза. В 2015 г. совокупный валовой оборот компании составил 82,5 млрд руб. (+25% г/г), тогда как EBITDA за 2015 г. оценивается нами в 25,5 млрд руб. Основные направления деятельности компании:

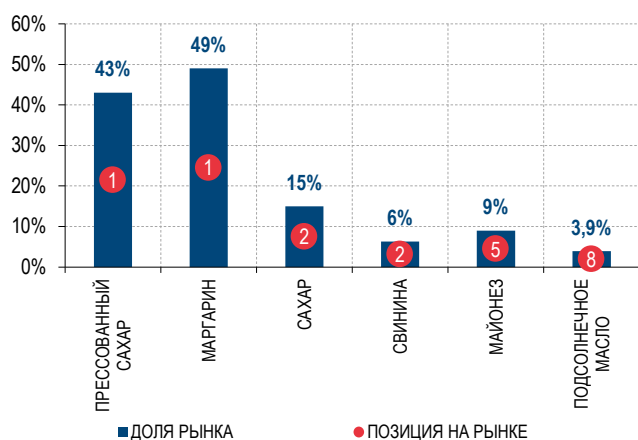
- ▶ На долю **производства сахара** пришлось 43% от чистой выручки Русагро за 9М15 (последняя доступная отчетность по МСФО) и 43% от EBITDA. Компания является вторым по величине игроком на рынке сахара с долей 15% и лидером в категории прессованного сахара (43% в 2014 г.). В Тамбовской и Белгородской областях расположены шесть сахарных заводов Русагро совокупной производственной мощностью 35,5 тыс. тонн в сутки.
- ▶ **Производство свинины** сгенерировало 25% от чистой выручки Русагро за 9М15 и 37% от EBITDA. На чрезвычайно фрагментированном рынке свинины Русагро занимает второе место с долей 6,3% в 2015 г. (против 4,5% годом ранее). За период 2012-2015 гг. рост объемов производства темпом CAGR достиг 39%, и компания намерена его наращивать за счет многообещающего производственного кластера в Приморском крае.
- ▶ **Масложировой бизнес** обеспечил 22% чистой выручки компании и 8% EBITDA по итогам 9М15. Русагро владеет жировым комбинатом в Екатеринбурге и маслоэкстракционным заводом в Самаре. В октябре 2015 г. компания приобрела 75% масложирового комбината «Приморская соя», крупнейшего производителя соевого масла и соевого шрота, майонеза и маргарина на Дальнем Востоке России.

Компания является лидером по производству маргарина в России (49% от общего объема), на ее долю также приходится 9% объема производства майонеза и 4% объема производства подсолнечного масла в России.

- ▶ **Сельскохозяйственный кластер** сгенерировал 10% от чистой выручки Русагро (скорректированной на внутренние продажи) по итогам 9М15 и 12% от EBITDA. Компании принадлежит порядка 500 000 га земель, в т.ч. около 380 000 га — пахотных, что делает ее одним из крупнейших владельцев сельхозземель в России. Основная часть пахотных земель используется для выращивания сельскохозяйственных культур для собственных нужд — 72% пришлось на долю сахарной свеклы, пшеницы, подсолнечника и кукурузы в 1П15. Это позволило Русагро существенно снизить зависимость от поставок, поскольку порядка 60% необходимого сырья компания производит сама.

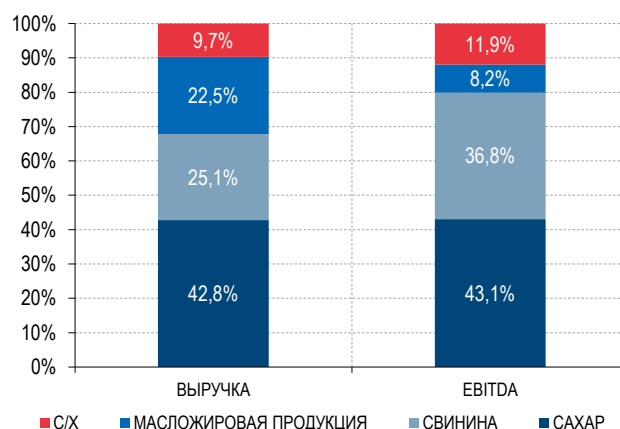


Доли и позиции Русагро на ключевых рынках



Источник: данные компании, Союзсахар, Национальный Союз свиноводов, Масложировой союз России

Структура выручки и EBITDA Русагро, данные последнего отчета по МСФО за 9М15



Источник: данные компании

Факторы инвестиционной привлекательности

► Ведущий агропромышленный холдинг России с потенциалом роста.

Будучи вторым по величине игроком на российском рынке сахара и свинины, а также одним из лидеров масложирового рынка, Русагро удалось продемонстрировать рост выручки темпом CAGR на уровне 29% за последние три года. Мы ожидаем, что, несмотря на сложную макроэкономическую обстановку и неблагоприятную ценовую конъюнктуру, в течение следующих трех лет выручка Русагро будет расти темпом CAGR в 15% за счет расширения присутствия на Дальнем Востоке, органического роста и M&A-активности.

► Возможность сыграть на консолидации и импортозамещении.

По нашим оценкам, доля импорта сахара и свинины (ключевых продуктов производства Русагро) составляет порядка 23% и 19% соответственно. Фокус государства на импортозамещении и введенное эмбарго на ряд продовольственных товаров окажут поддержку и предоставят новые возможности роста для Русагро.

Русагро находится в процессе консолидации рынка сахара посредством инвестиций в капитал Разгуляя, одного из ведущих производителей сахара в России, находящегося на грани банкротства. Целью Русагро является покупка наиболее привлекательных активов по хорошей цене. Данный шаг позволит Русагро сразу же увеличить мощности по производству сахара на 35% и упрочить свое второе место на рынке.

Что касается мясного сегмента, дальнейшие перспективы Русагро в основном зависят от консолидации рынка крупными производителями, которые намерены отыграть рыночную долю у подсобных хозяйств и менее эффективных сельхозпредприятий. Мы полагаем, что в данном сегменте бизнеса компания будет расти главным образом органически.

► Вертикально интегрированная операционная модель и выход в розницу.

Благодаря эффективному контролю над издержками, вертикальной интеграции бизнеса и присутствию в привлекательных и высокодоходных сегментах сельхозрынка Русагро демонстрирует одни из лучших показателей рентабельности по EBITDA среди конкурентов.



Для поддержания высокой рентабельности по EBITDA Русагро планирует начать продажу полуфабрикатов из свинины в потребительской упаковке и в краткосрочной перспективе довести долю подобных продаж до 20% от общего объема. Компания поставила себе довольно амбициозную цель — в кратчайшие сроки стать третьим по величине производителем полуфабрикатов из свинины в потребительской упаковке. Отметим, что Русагро уже является активным игроком в розничных сегментах сахарного и масложирового бизнеса, тогда как производство свинины было полностью ориентировано на оптовые продажи.

- **Дивиденды.** В соответствии с обновленной в прошлом году дивидендной политикой, Русагро планирует выплачивать акционерам по меньшей мере 25% от чистой прибыли по МСФО. Выплаты будут осуществляться раз в полгода с отсечками в мае и октябре. За 2015 г. совокупный размер выплат составил 0,7 долл. на ГДР, что подразумевает доходность в 8%, исходя из стоимости ГДР на даты закрытия реестра.

Мы ожидаем, что в 2016 г. дивидендные выплаты достигнут максимума в рублевом выражении (около 5,5 млрд руб.), тогда как в долларовом — могут оказаться ниже, чем в прошлом году, на уровне 0,61 долл. на ГДР, что говорит о доходности в 3,8% при текущих ценах. Несмотря на то, что Русагро остается стабильным плательщиком, в рамках инвестиционного горизонта дивидендная доходность акций компании, по нашему мнению, вряд ли вернется на уровни, наблюдаемые в 2014-2015 гг.

- **Низкий леверидж и субсидируемые процентные ставки.** Русагро принимает активное участие в государственной программе по субсидированию кредитов, выдаваемых сельхозпроизводителям. Согласно последней доступной отчетности за 9M15 по МСФО, субсидии от государства покрывали 97% расходов компании по выплате процентов, а эффективная процентная ставка для Русагро составила всего 2,6%.
- **Компания находится в поиске перспективных направлений для развития бизнеса.** В настоящий момент Русагро рассматривает вариант строительства крупных тепличных комплексов и думает о выходе на рынок производства риса. Мы разделяем взгляд компании на перспективы тепличного бизнеса в России, но данных для анализа и оценки потенциального проекта у нас нет.



ОГРАНИЧЕНИЯ И РИСКИ

- ▶ **Насыщенность сахарного рынка.** Стабильный уровень населения вкупе с относительно высоким потреблением сахара в стране (40 кг на человека в год, что на 15% превышает среднее значение в странах ЕС) не позволяют ожидать стремительного роста в данном сегменте. Отметим, что за последние 10 лет средний объем потребления сахара в России составил порядка 5,5 млн тонн.
- ▶ На наш взгляд, **приобретение сахарных и земельных активов Разгуляя** создает дополнительные риски для нашей оценки в связи с низким уровнем прогнозируемости. Русагро также может столкнуться с необходимостью увеличения капложений в модернизацию перерабатывающих мощностей относительно изначально запланированного объема. К тому же в течение следующих 1-2 лет можно ожидать «размывающего» эффекта на рентабельность по EBITDA.
- ▶ **Ввод в строй новых мощностей по производству свинины — длительный процесс.** Строительство производственного комплекса в Приморском крае планируется завершить к 2019 г., однако выход на полную мощность (дополнительные 100 тыс. тонн) возможен не ранее 2020 г. Более того, дальнейшее наращивание мощностей (в планах компании — до 300 тыс. тонн) полностью зависит от способности компании наладить экспорт свинины в Японию и Китай. Если этого не произойдет, на внутреннем рынке может возникнуть избыточное предложение. В нашу модель мы закладываем пока только 100 тыс. тонн дополнительной мощности по производству свинины на Дальнем Востоке.
- ▶ **Ограниченные возможности по производству свинины в центральных регионах.** В настоящее время конкуренция между производителями свинины в центральных регионах России довольно высока, что уже выражается снижением цен. Русагро планирует перенаправить часть поставок свинины в Сибирь и на Урал, где цены на свинину выше. Новые рынки несут дополнительные риски.
- ▶ **Развитие дальневосточного сельскохозяйственного кластера** в большей степени зависит от экспорта в Китай и Японию. Русагро пока находится на начальном этапе формирования каналов дистрибуции своей продукции, и мы не исключаем рисков, связанных с задержками или низкими объемами поставок сои, кукурузы и свинины, что негативно скажется на перспективах роста бизнеса компании.
- ▶ **Сезонная волатильность и цикличность сельскохозяйственной отрасли** приводит к колебаниям предложения сырья и цен, а следовательно и рентабельности сельхозпроизводителей. Отметим, что доля продаж сельскохозяйственной продукции (пшеница, ячмень и др.) третьим лицам у Русагро составляет 8-10% (большая же часть идет на собственные нужды). Кроме того, компания не полностью обеспечивает собственное мясное производство кормами, и потому подвержена влиянию ценовой конъюнктуры. Таким образом, рентабельность группы по EBITDA зависит от рыночных цен.
- ▶ **Присоединение России к ВТО** является риском для Русагро в глазах инвесторов, однако на саму компанию имеет ограниченное влияние. Главный негатив пришелся на мясной бизнес, где до 2020 г. обнулились импортные пошлины на свинину, впрочем, в пределах годовых квот на ввоз (430 тыс. т в год).

На сахарный сегмент Русагро влияние ВТО не распространяется, так как ввозная пошлина на готовый сахар и сахар-сырец остается высокой.

- **Рост котировок до рекордных отметок.** Стоимость акций Русагро подскочила на 91% с сентября прошлого года, что может вызывать озабоченность инвесторов в отношении дальнейшего роста бумаги.

ОЦЕНКА

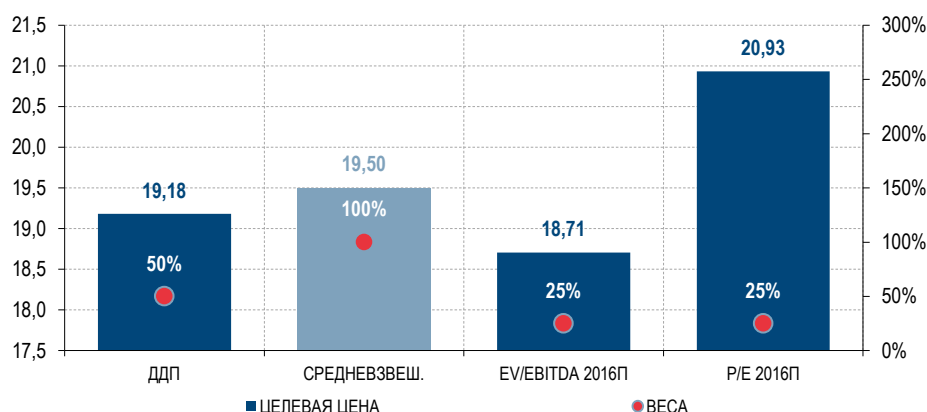
Краткий обзор

Мы использовали несколько методов (ДДП, сравнительный анализ с международными аналогами по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E) для оценки Русагро, чтобы получить оптимальную целевую цену. Оценка методом ДДП отражает долгосрочный потенциал роста компании, тогда как сравнительный анализ позволяет лучше понять отношение рынка к бумаге.

Объединив оба метода, мы установили целевую цену для бумаг Русагро. Веса в оценке распределились следующим образом: 50% у ДДП (наиболее предпочтительного метода оценки) и по 25% у мультипликаторов P/E и EV/EBITDA (более подробно данный метод описан в отдельном разделе).

Таким образом, целевая цена на конец 2016 г. находится в диапазоне 19-21 долл. за ГДР, а средневзвешенная целевая цена составляет 19,50 долл., что свидетельствует о потенциале роста относительно текущей рыночной стоимости бумаг на 21%. В связи с этим мы присваиваем акциям Русагро рекомендацию «ЛУЧШЕ РЫНКА».

Обзор оценки Русагро в зависимости от используемого метода, долл. за ГДР



Источник: расчеты Газпромбанка

Оценка методом ДДП

Для оценки Русагро мы использовали предпочитаемый нами метод ДДП, позволяющий, на наш взгляд, вычислить долгосрочный потенциал роста компании на российском рынке, который, в силу ряда причин, не может быть полностью сопоставим с рынками развивающихся и развитых стран.

Расчет WACC

При расчете WACC мы учитывали среднюю годовую доходность ОФЗ, которая в настоящий момент составляет 10,72%. Базовая премия за риск по акциям в 9,51% представляет собой разницу между 11-летней средней подразумеваемой доходностью индекса MSCI Russia и доходностью еврооблигаций RUSSIA 42.

Скорректировав бета-коэффициент сектора на специфические риски компании, мы получили совокупную стоимость капитала компании на уровне 15,5%.

Благодаря субсидиям эффективная процентная ставка для Русагро составляет 2,6% — это значение мы использовали при расчете WACC. По нашим оценкам, на



долю чистого долга приходится всего 1% совокупного капитала компании. В результате мы получили WACC, равный 15,4%.

Модель ДДП и оценка

Основные параметры оценки Русагро по модели ДДП, млн руб.

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П
Выручка	59 112	73 419	91 867	102 235	111 890	129 658	145 032	160 054	174 230	187 921	202 123	217 196
% роста, г/г		24,2%	25,1%	11,3%	9,4%	15,9%	11,9%	10,4%	8,9%	7,9%	7,6%	7,5%
ЕВИТДА	18 0 9	24 544	27 12	28 389	31 103	35 663	39 520	43 933	47 824	51 582	55 480	59 618
Рентабельность по ЕВИТДА	30,6%	33,4%	29,5%	27,8%	27,8%	27,5%	27,2%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%
За вычетом налога на прибыль	-715	-1 661	-1 216	-1 027	-1 148	-1 322	-1 464	-1 628	-1 772	-1 911	-2 055	-2 209
Ставка налога (на ЕВИТДА)	-4%	-7%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
+												
Изменение оборотного капитала	-823	170	-1 686	-1 778	-2 232	-3 346	-4 205	-3 201	-2 962	-3 195	-3 436	-3 584
% от выручки	-1,4%	0,2	-1,8%	-1,7%	-2,0%	-2,6%	-2,9%	-2,0%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
-												
Капвложения	-5 358	-14 684	-20 211	-20 447	-17 902	-15 559	-14 503	-14 405	-13 938	-14 094	-14 149	-14 118
% от выручки	-9,1%	-20,0%	-22,0%	-20,0%	-16,0%	-12,0%	-10,0	-9,0%	-8,0%	-7,5%	-7,0%	-6,5%
Свободный денежный поток	11 174	8 370	4 013	5 138	9 821	15 435	19 347	24 700	29 152	32 383	35 841	39 708
% роста, г/г		-25%	-52%	28%	91%	57%	25%	28%	18%	11%	11%	11%

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Согласно оценке методом ДДП, целевая цена бумаг Русагро составляет 19,18 долл. за ГДР. Это свидетельствует о том, что акции компании недооценены и имеют потенциал роста порядка 19%.

Ключевые параметры оценки по методу ДДП, млн руб.

WACC	15,4%
Темпы роста в постпрогнозном период	3,5%
Приведенная стоимость СДП	95 264
Стоимость в постпрогнозном периоде	94 592
EV	189 856
Чистый долг 2016П	13 960
Стоимость акционерного капитала	175 897
Количество акций в обращении, млн	118,0
Целевая стоимость, ГДР, руб.	1 491
Целевая стоимость, ГДР, долл.	19,18
Обменный курс, руб./долл.	77,70
Текущая цена, ГДР, долл.	16,15
Потенциал роста ГДР, %	18,8%

Источник: Bloomberg, Reuters, расчеты Газпромбанка

Однако стоит отметить, что оценка ДДП крайне чувствительна к WACC и постпрогнозному темпу роста. Для полной картины ниже мы приводим анализ чувствительности, позволяющий инвесторам принять собственное решение, исходя из адекватных на их взгляд оценок стоимости риска и постпрогнозного роста.



Чувствительность оценки методом ДДП, долл. за ГДР

ПОСТПРОГНОЗНЫЙ РОСТ	WACC				
	13,0%	14,0%	15,4%	16,0%	17,0%
2,5%	24,18	21,44	18,29	17,25	15,61
3,0%	24,95	22,04	18,72	17,62	15,92
3,5%	25,81	22,70	19,18	18,03	16,24
4,0%	26,76	23,42	19,68	18,47	16,59
4,5%	27,83	24,22	20,23	18,95	16,97

Источник: расчеты Газпромбанка

Оценка на основе сопоставления с международными компаниями-аналогами

Русагро является самой дорогой сельскохозяйственной компанией России и стран СНГ по мультипликаторам среди публичных аналогов. Все же отметим, что Русагро сопоставима лишь с ограниченным их числом из-за различия долей сельскохозяйственного бизнеса в портфелях. Мы предпочитаем осуществлять оценку Русагро на основе сопоставления с международными компаниями-аналогами, имеющими схожий бизнес-фокус. В приложении к данному отчету мы все же приводим мультипликаторы компаний-аналогов России и стран СНГ.

В приложении также представлен большой список российских и международных аналогов с разбивкой на три подкатегории по ключевым направлениям бизнеса Русагро, а именно — производство сахара, мясной и масложировой бизнес.

Наша оценка основана на сопоставлении Русагро с международными аналогами по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E на 2016П. Мы применили среднее медианное значение мультипликаторов, взвешенное на прогнозируемый вклад каждого из вышеупомянутых направлений деятельности в чистую EBITDA Русагро на 2016П. Для учета страновых рисков мы также применили 20%-ный дисконт к международным компаниям-аналогам.

Оценка Русагро на основе сопоставления с международными аналогами по мультипликатору EV/EBITDA, млн руб.

Взвешенный EV/EBITDA 2016П международных аналогов	6,8х
EBITDA Русагро в 2016П	27 126
Прогнозная стоимость компании	185 480
Чистый долг 2016П	13 960
Прогнозная стоимость капитала	171 520
Количество ГДР, млн	118,0
Целевая цена, руб. за ГДР	1 454
Целевая цена, долл. за ГДР	18,70
Потенциал роста/снижения	16%

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Исходя из средневзвешенного и дисконтированного значения мультипликатора EV/EBITDA международных компаний в 6,8х (рассчитано по результатам 2016 года), отметим, что к концу 2016 г. стоимость ГДР Русагро должна быть равна 18,7 долл., что подразумевает 16%-ный потенциал роста.



Оценка Русагро на основе сопоставления с международными аналогами по мультипликатору P/E, млн руб.

Взвешенный P/E 2016П международных аналогов, x	10,1x
Чистая прибыль Русагро в 2016П	19 054
Прогнозная стоимость капитала	191 921
Количество ГДР, млн	118,0
Целевая цена, руб. за ГДР	1 626
Целевая цена, долл. за ГДР	20,92
Потенциал роста/снижения	30%

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Кроме того, средневзвешенное дисконтированное значение мультипликатора P/E международных компаний на 2016 г. в 10,1x предполагает оценку ГДР Русагро на уровне 20,9 долл. (на 30% выше текущей рыночной стоимости).

Как уже говорилось ранее, мы объединили и взвесили все результаты оценки Русагро и получили целевую цену на уровне 19,50 долл./ГДР, что подразумевает 21%-ный потенциал роста бумаги. Таким образом, на данный момент акции компании выглядят недооцененными, несмотря на то, что за последние пять месяцев они подорожали на 91%. Мы полагаем, что они заслуживают рекомендацию «ЛУЧШЕ РЫНКА».

КЛЮЧЕВЫЕ РЫНКИ ПРИСУТСТВИЯ И ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ РУСАГРО

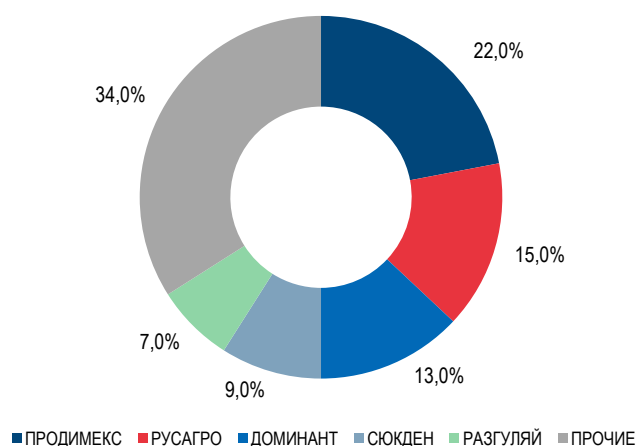
Сахар — основной бизнес компании и фактор роста ее стоимости

Доля выручки Русагро в сегменте сахарного бизнеса составила 43% от общего чистого показателя за 9М15 (последняя опубликованная отчетность по МСФО) и 43% EBITDA за аналогичный период. Компания владеет шестью сахароперерабатывающими заводами в Тамбовской и Белгородской областях, общей производительностью 35,5 тыс. т/день. Русагро занимает второе место среди сахаропроизводителей, контролируя 15% рынка.

Среднегодовые темпы роста объемов производства сахара компании в 2012 — 2015 гг. составили 7,7%. Русагро реализует около 50% своей продукции в сегменте ВТВ оптом, а остальное — в розницу (собственные бренды).

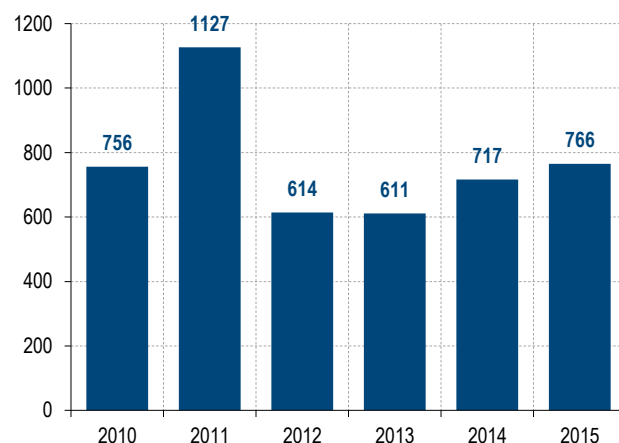
Степень конкуренции на рынке довольно высока: на нем представлены порядка 30 независимых сахарных заводов и сотни производителей свекловичного сахара. Конкурентом Русагро, помимо локальных игроков, является Белорусская Сахарная Компания, занимавшая в 2014 г. 6% рынка.

Структура рынка сахара по ключевым игрокам, 2014 г.



Источник: Союзсахар

Объемы производства сахара Русагро, тыс. тонн



Источник: данные компании

В то же время пятерка крупнейших игроков контролирует 66% рынка. На наш взгляд, перспективы роста достигшего зрелости сахарного рынка в России будут зависеть от экспортного потенциала страны (учитывая недавнюю девальвацию рубля), а также от продолжающейся консолидации рынка в руках крупнейших игроков. Хорошим примером данного тренда является предстоящая покупка компанией Русагро мощностей Разгуляя.

Обзор рынка

Сахарный рынок России довольно стабилен. Общий объем производства составляет 5,4-5,7 млн т или около 40 кг сахара на душу населения в год, что примерно на 15% выше среднего показателя стран ЕС.

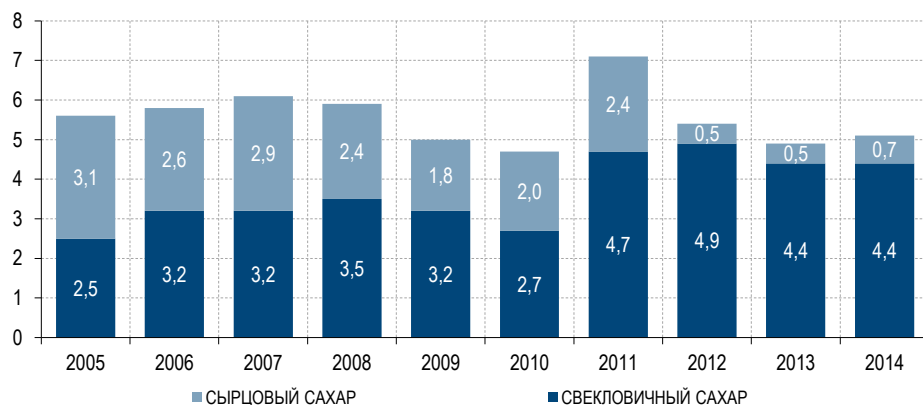
Большая часть спроса удовлетворяется продукцией российских производителей из сахарной свеклы (86% в 2014 г.). Кроме того, доля импортируемого сырьевого и белого сахара постоянно снижается.

Незначительная доля импортируемого тростникового сахара объясняется государственной политикой, направленной на защиту и развитие сахарной отрасли России. Высокие импортные пошлины на тростниковый сахар делают его производство менее выгодным по сравнению с сахарной свеклой. Незначительные

объемы импорта готового сахара-рафинада также объясняются высокими пошлинами.

Согласно данным ФСТ, в 2014 г. в Россию было ввезено 284,8 тыс. тонн сахара-рафинада, а импортером стала Беларусь (Белорусская Сахарная Компания).

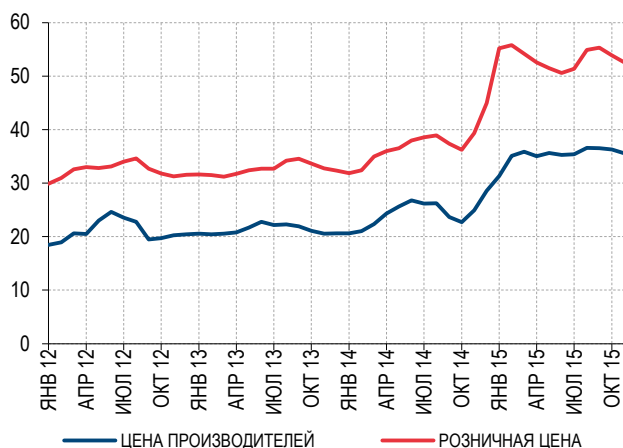
Рынок свекловичного и сырцового сахара России, млн т



Источник: Союзсахар

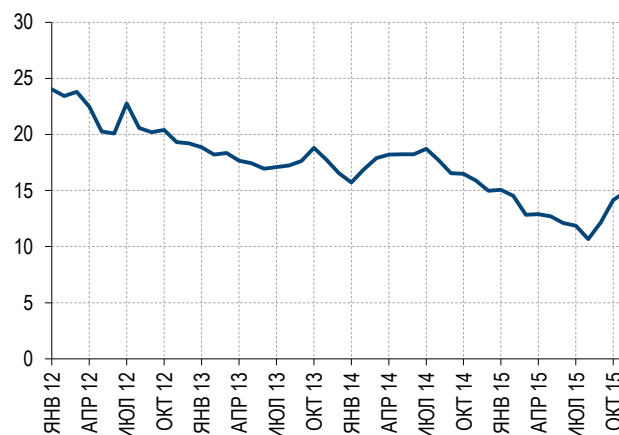
Цены на сахар на мировом рынке снижаются с 2012 г., ускорение данной тенденции началось в 2014 г. В России наблюдается корреляция цен на сахар с мировыми котировками, однако девальвация рубля во многом компенсировала снижение уровня цен на мировых рынках в пользу локальных производителей (см. диаграмму ниже).

Цены на сахар в России, руб. за кг



Источник: Росстат

Динамика цен сахарных фьючерсов, цент США/фунт



Источник: Всемирный банк

Отметим также, что в августе 2015 г. цена на сахар на международных рынках, вероятно, достигла дна, и начался отскок. Мы ожидаем продолжения роста мировых цен на сахар, который может привести к дальнейшему увеличению выручки российских производителей сахара в ближайшие годы, несмотря на зрелость рынка.

Покупка доли в Разгуляе — получить по максимуму от проблемного актива

Разгуляй занимает 5-е место среди российских производителей сахара. В сентябре 2015 г. Русагро выкупила все текущие долги Разгуляя (на общую сумму 34 млрд руб.) и 20%-ную долю в компании у ВЭБа, направив на это 34 млрд руб.

На данный момент Разгуляй контролирует около 7% российского рынка сахара, владея 10 сахароперерабатывающими заводами общей совокупной производственной мощностью в 4 млн т свекловичного сахара в год. Компания находится на грани банкротства, а продажа ее активов ожидается в марте 2016 г. По итогам сделки Русагро получит возможность выбрать наиболее эффективные активы Разгуляя для укрепления собственной позиции на рынке, тогда как оставшиеся активы Разгуляй сможет продать, при этом вырученные средства поступят на баланс Русагро в качестве погашения долга Разгуляя.

Русагро планирует приобрести три сахарных завода Разгуляя, расположенных в Курской и Орловской областях, неподалеку от собственных производственных кластеров в Белгородской и Тамбовской областях. При успешном исходе Русагро сможет нарастить собственные производственные мощности на 35%, или на ~12,5 тыс. т сахарной свеклы в сутки, а также расширить объем пахотных земель, пригодных для выращивания сахарной свеклы, на ~75 000 га.

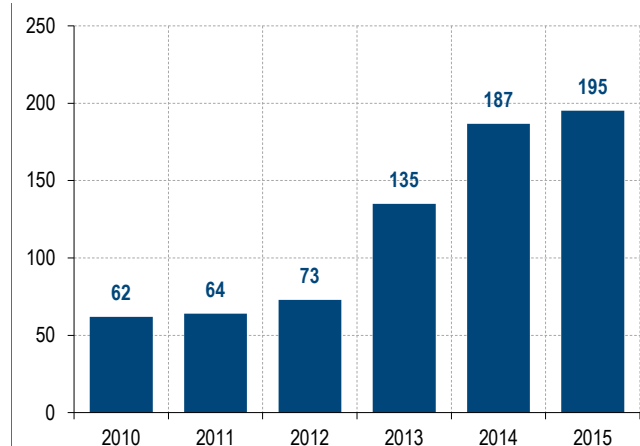
Производство свинины — «восходящая звезда» в портфеле активов

Доля бизнеса Русагро по производству свинины в чистой выручке компании по МСФО за 9М15 составила 25%, а в показателе EBITDA за аналогичный период — 37%. Данный сегмент можно назвать «восходящей звездой» в портфеле активов компании: его доля в 2013 г. составляла 17%. Русагро владеет 13 свинокомплексами и тремя племенными фермами в Тамбовской и Белгородской областях общей производительностью 205 тыс. т.

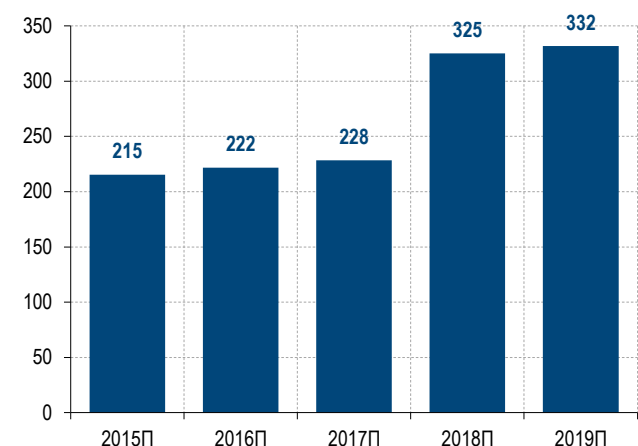
Компания является вторым по величине игроком на российском рынке с долей 6,3%. Русагро довольно активно наращивает собственное присутствие на рынке свинины: в 2013 г. ее доля составляла 4,5%, а сама компания занимала четвертое место. В 2012-2015 гг. среднегодовые темпы роста в сегменте производства свинины достигли 39%. Компания планирует расширение производственных мощностей на базе перспективного производственного кластера в Приморском крае в дальневосточном регионе России.

На данный момент компания реализует свыше 80% собственной продукции в виде поголовья скота. Русагро планирует запустить продажу более высокомаржинальной продукции и за три года довести долю реализации крупных отрубов до 40%, полуфабрикатов — до 60%, что повысит операционную рентабельность компании. В 2016 г. Русагро запустила собственный розничный бренд — «Слово Мясника».

В 2014 г. Русагро приобрела ~25 000 га земель в Приморском крае, получив возможность выхода на дальневосточный рынок России. В более отдаленной перспективе компания планирует запустить мощности по производству свинины на 300 тыс. т, первые активы (производственной мощностью 100 тыс. т) будут введены в эксплуатацию в 2018 г.

*Фактические объемы производства свинины Русагро, тыс. тонн*

Источник: данные компании

Прогноз объемов производства свинины Русагро, тыс. тонн

Источник: данные компании

Компания может экспортировать значительную часть свинины в страны Восточной Азии, используя собственное уникальное географическое положение поблизости от границы с Китаем, Южной Кореей и Японией. Отметим при этом, что полный запуск производственных мощностей на 300 тыс. т может состояться лишь в случае увеличения спроса на свинину со стороны Китая. Объем российского рынка сравнительно небольшой, а общая численность населения Дальневосточного федерального округа составляет лишь около 6 млн чел.

Другим направлением развития мясного бизнеса компании являются меры по реализации фасованной продукции в розницу. На данный момент компания реализует 100% произведенной свинины по оптовым каналам, тогда как на горизонте 3-5 лет планирует продавать около 20% своей продукции в розницу.

Запуск продаж фасованной продукции запланирован на 2016 г., Русагро намерена занять третье место в данном сегменте, доведя объем продаж свинины в розничной упаковке до 12,0 тыс. т. В целом Русагро нацелена на завоевание 6%-ной доли российского розничного рынка фасованной свинины. В свою очередь доля данного сегмента рынка составляет около 11% от общего рынка свинины в России.

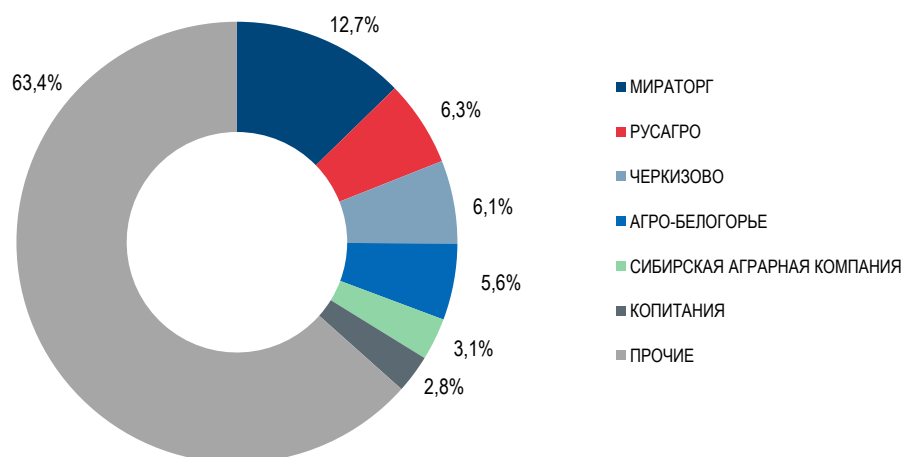
Обзор рынка

Российский рынок свинины характеризуется довольно высокой степенью конкуренции. Двадцатка крупнейших местных производителей в 2014 г. поделила между собой 59,6% рынка.

В 2014 г. сельскохозяйственные компании и частные фермерские хозяйства продолжали сокращать объемы производства в рамках активной борьбы с эпидемией африканского свиного гриппа и в процессе ужесточения конкуренции с прогрессивными промышленными компаниями, что привело к постепенному вытеснению с рынка мелких и неэффективных производителей.

В результате данных изменений доля 20 крупнейших производителей свинины в России в 2014 г. за год увеличилась с 54% до 60%, согласно информации Национального Союза свиноводов.

Основные производители свинины в России, 2014 г.

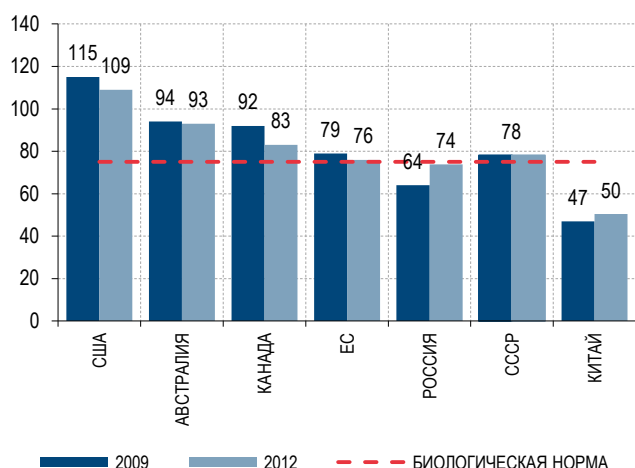


Источник: Национальный союз свиноводов

Уровни потребления мяса в России близки к медицинской норме. Согласно информации Минсельхоза, в 2012 г. из рекомендованных 75 кг было потреблено 73,8 кг мяса на душу населения. При этом к 2017 г. потребление мяса может достигнуть 77,8 кг. В данном отношении Россия сопоставима со странами ЕС, однако отстает от США, где годовой уровень потребления мяса на душу населения составляет около 109 кг.

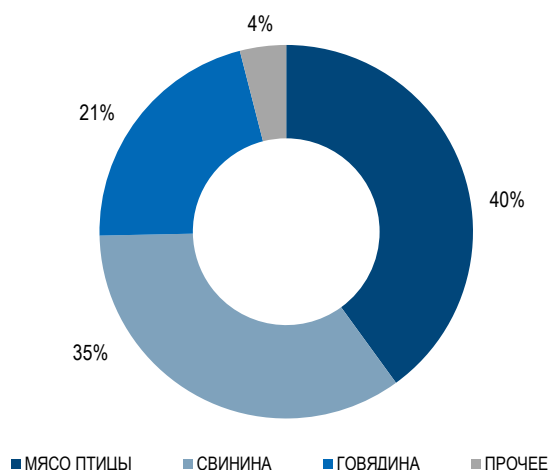
За последние годы произошли значительные изменения в структуре потребления мяса. Десять лет назад наиболее потребляемым видом мяса была говядина, свинина занимала второе место, а доля мяса птицы была незначительной. На данный момент самым популярным в России стало мясо птицы, оттеснив говядину на третье место, тогда как свинина по-прежнему осталась на второй позиции.

Потребление мяса на душу населения в разных странах, кг/год



Источник: Росстат, Минсельхоз РФ

Структура потребления мяса в России, 2012



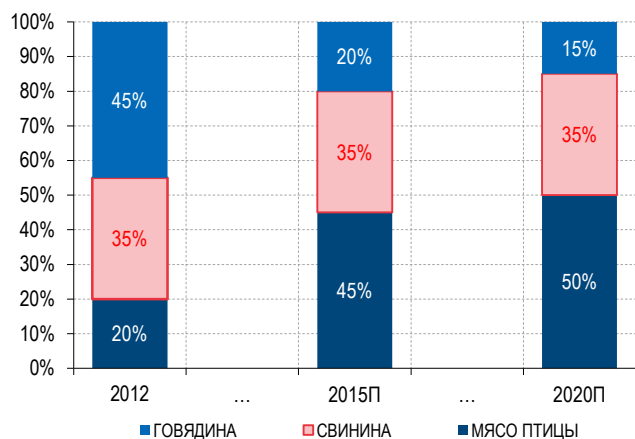
Источник: Минсельхоз РФ, Росстат, расчеты Газпромбанка

В 2014 г. девальвация рубля, наряду с введением продуктового эмбарго, привела к приостановке поставок свинины из стран ЕС, США и Канады, прежде являвшихся ключевыми экспортерами. В результате этого в выигрыше оказались крупнейшие российские производители.



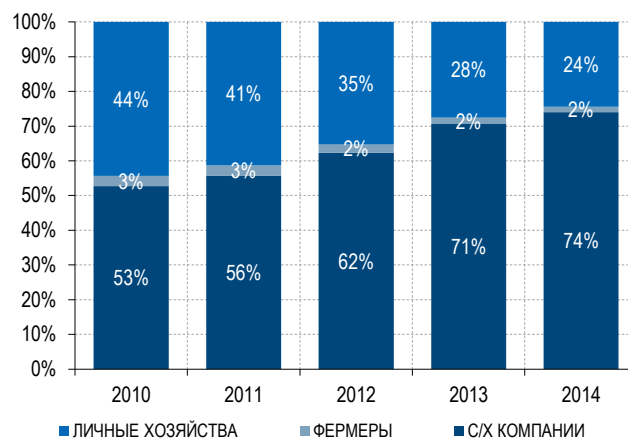
В целом в 2014 г. общий объем производства свинины всеми типами фермерских хозяйств в России достиг 3 022 тыс. т в эквиваленте убойной массы (+7,3%).

Структура спроса на продукцию мясопереработки



Источник: Национальный Союз свиноводов

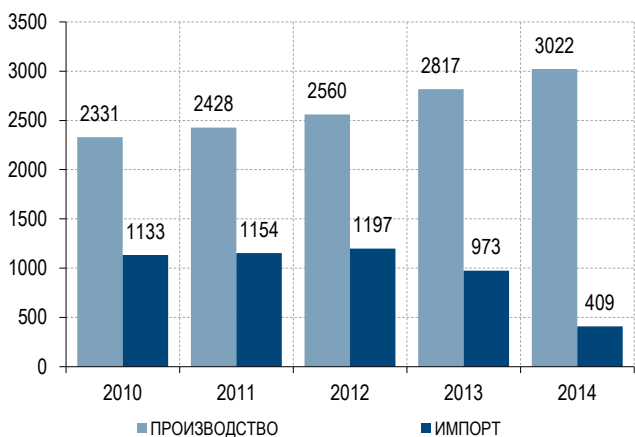
Структура производства свинины по категориям хозяйств, тыс. т



Источник: Минсельхоз РФ

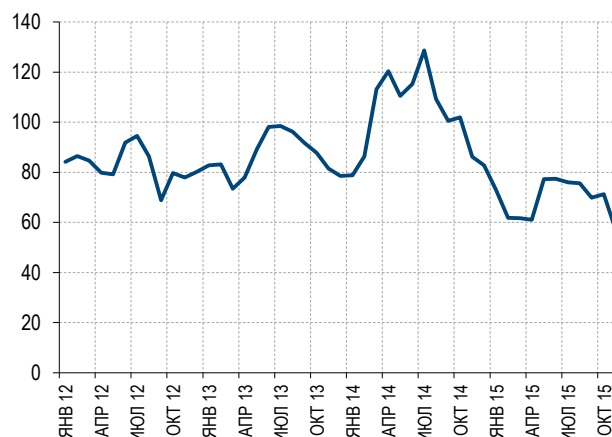
Внутренний рынок свинины близок достижению зрелости. Несмотря на это, мы ожидаем дальнейшего роста объемов производства свинины в России в последующие годы. Ключевые драйверы — импортозамещение и растущий потенциал экспорта.

Собственное производство и импорт свинины в России, млн т



Источник: Bloomberg, Минсельхоз РФ

Динамика цены биржевого фьючерса на свинину, цент/фунт



Источник: МВФ

Цена на свинину на российском рынке является равновесным значением между импортной ценой и фактической себестоимостью производства на внутреннем рынке. Постепенное снижение доли рынка мелких и неэффективных игроков в России приводит к ужесточению ценовой конкуренции. Кроме того, на данный момент на мировом рынке свинины наблюдается тенденция к понижению цен. Девальвация рубля оказала поддержку российским производителям в защите рынка, однако цены на внутреннем рынке находятся под давлением, и мы не ожидаем их восстановления в ближайшие годы.

Отметим при этом, что крупнейшие игроки рынка, имеющие возможность экономии на масштабе и обладающие современными производственными мощностями, могут относительно легко пережить период спада цен без существенного давления

на рентабельность. На наш взгляд, Русагро имеет прочные позиции на рынке и может выиграть от продолжающегося процесса консолидации.

Масложировой сегмент — стабильный бизнес, обладающий экспортным потенциалом

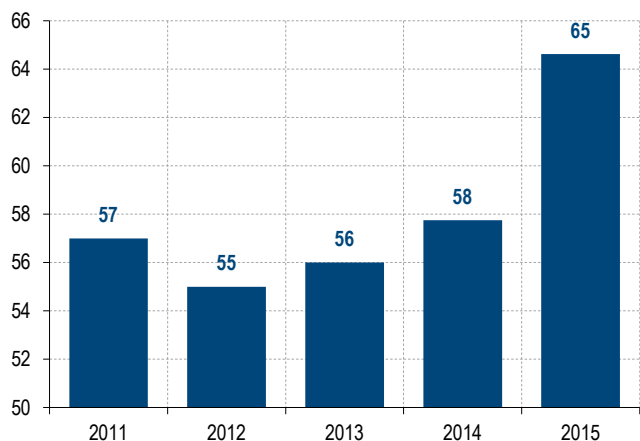
Россия является одним из крупнейших потребителей подсолнечного масла в мире. Потребление данного продукта на внутреннем рынке стабильно и составляет 2,1-2,2 млн тонн в год, тогда как объемы производства варьируются от 3,1 до 3,9 млн т в год. Излишки направляются на экспорт.

За последние годы наблюдается тенденция к снижению потребления маргарина в России, однако спрос на данный вид продукции растет в странах СНГ и Центральной Азии. В то же время Россия является крупнейшим потребителем майонеза, а годовой уровень спроса довольно устойчив — 620,4 млн т (4,4 кг на душу населения), около 93% домохозяйств в России являются потребителями майонеза.

В то же время уровни потребления маргарина в России постепенно снижаются, что вынудило компанию Русагро активно наращивать экспорт данной продукции в страны Центральной Азии и ЕС (в 2014 г. компания направляла на экспорт 79% произведенного маргарина и спредов).

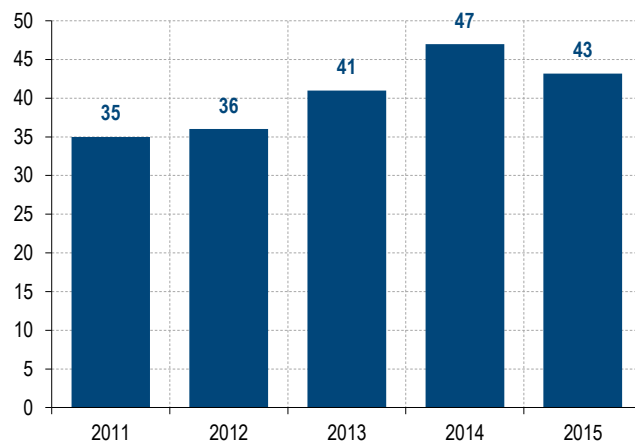
Хотя мы и не ожидаем значительного роста данного сегмента рынка, мы прогнозируем стабильный уровень потребления масложировой продукции в России. При этом мы рассчитываем на рост экспортного потенциала, что будет позитивно для крупнейших игроков.

Объемы производства майонеза Русагро, тыс. т



Источник: данные компании

Объемы производства маргарина Русагро, тыс. т

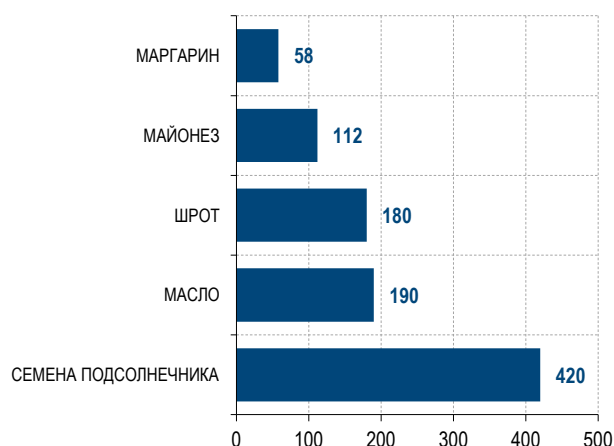


Источник: данные компании

Вклад масложирового сегмента в чистую выручку Русагро за 9M15 составил 22% и лишь 8% в общий показатель EBITDA компании за аналогичный период. Продукция данного направления включает в себя растительные масла, майонез и маргарин.

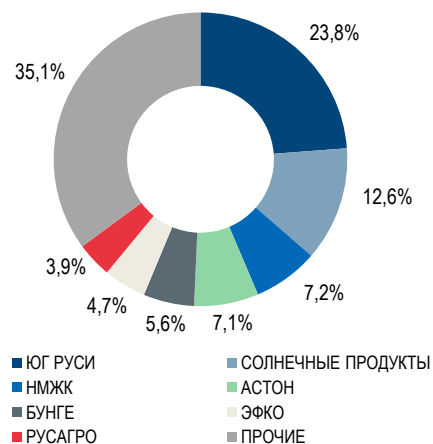
Русагро владеет жировым комбинатом в Екатеринбурге и маслоэкстракционным заводом в Самарской области. Производственные мощности компании позволяют осуществлять переработку до 420 тыс. т семян подсолнечника, а также производить 112 тыс. т майонеза и 58 тыс. т маргарина.

Производственные мощности масложирового сегмента Русагро, тыс. т



Источник: данные компании

Крупнейшие российские производители подсолнечного масла*, 2014



* представлены лишь члены Масложирового Союза России

Источник: Масложировой Союз России

Русагро занимает 7 место среди производителей подсолнечного масла в России, с 3,9%-ной долей на данном сильно фрагментированном рынке. Кроме того, Русагро является крупнейшим производителем маргарина (с 49%-ной долей рынка) и занимает пятое место среди производителей майонеза в России (9%-ная доля).

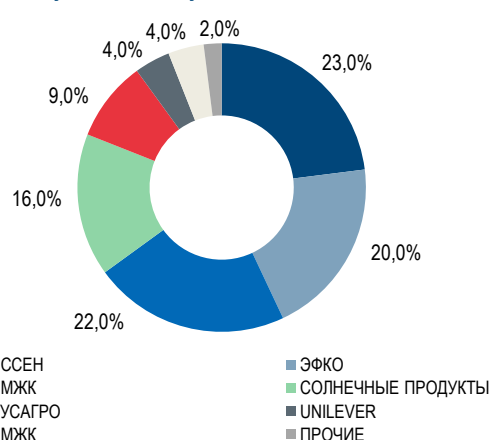
Крупнейшие российские производители маргарина*, 2014



* представлены лишь члены Масложирового Союза России

Источник: Масложировой Союз России

Крупнейшие российские производители майонеза*, 2014



* представлены лишь члены Масложирового Союза России

Источник: Масложировой Союз России

Дальневосточные проекты — расширение горизонтов бизнеса

В октябре 2015 г. Русагро приобрела 75%-ную долю в компании «Приморская соя» — крупнейшем производителе соевого шрота, соевого масла, майонеза и маргарина в дальневосточном регионе России. На заводе также производятся туалетное и хозяйственное мыло.

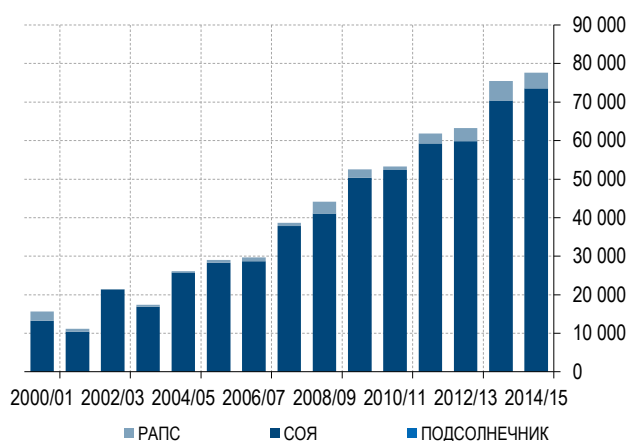
Климатические условия и состав почвы на Дальнем Востоке благоприятны для выращивания в регионе сои и кукурузы. Приобретение земельного участка площадью 25 000 га в Приморском крае открывает широкие возможности для Русагро. Мы полагаем, что компания выиграет от уникального географического положения данного земельного участка и производственных мощностей, располагающихся близко к китайской границе.

Россия по-прежнему является нетто-импортером соевых бобов для последующей переработки в соевый шрот и масло, несмотря на расширение объемов

производства и специализированных пахотных земель, которые закладывают основы для увеличения объемов экспорта масла. Стоит также отметить, что российские соевые бобы (в отличие от большей части сои, производимой в мире) не содержат ГМО, что увеличивает их ценность и конкурентные преимущества на глобальном рынке соевых продуктов.

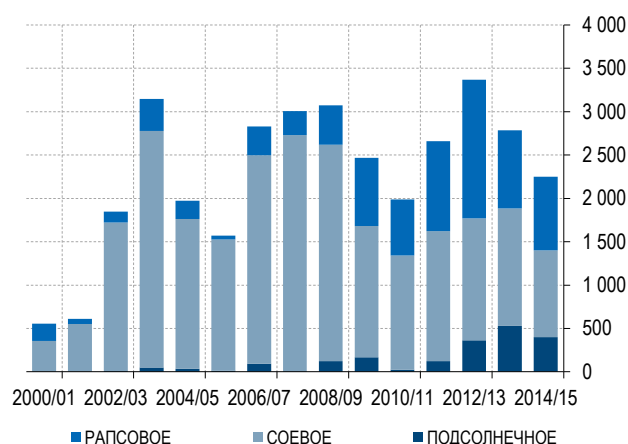
Крупнейшим в мире потребителем растительных масел является Китай, который постоянно увеличивает импорт сои в качестве сырья для местных маслоэкстракционных заводов, а значит, заинтересован в поставках соевых бобов из России.

Структура импорта основных масличных Китая, тыс. т



Источник: Bloomberg, Минсельхоз США

Динамика импорта некоторых видов растительных масел в Китай, тыс. т



Источник: Bloomberg, Минсельхоз США

Россия способна увеличить экспорт соевых бобов, соевого шрота и растительного масла в Китай, используя ресурсы Сибири и Дальнего Востока страны. Обратившись к потенциалу земель Дальнего Востока, Русагро рассчитывает извлечь выгоду из сложившейся тенденции.

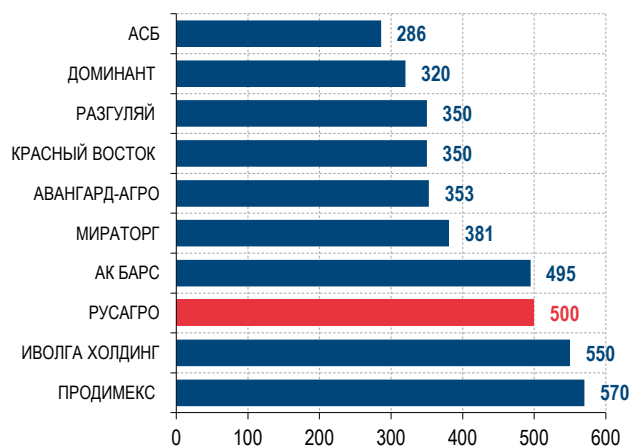
Земельный банк. Крупнейший российский землевладелец

Русагро располагает одним из самых крупных земельных банков в России (общая площадь земель, находящихся под управлением компании, составляет порядка 500 000 га, в т.ч. 380 000 га пахотных земель) в зоне Черноземья — в Белгородской, Тамбовской и Воронежской областях, а также в Приморском крае.

При этом компания владеет порядка 210 000 га, а оставшимися площадями пользуется по долгосрочным договорам аренды. В рамках расширения деятельности Русагро планирует в течение пяти лет увеличить свои земельные владения в Приморье до 100 000–120 000 га (в настоящее время компании принадлежит 25 000 га земель в регионе). Кроме того, компания планирует приобрести еще 100 000 га земли в Тамбовской области в течение следующих четырех лет — плюс к ~75 000 га, которые будут куплены у компании «Разгуляй» в 2016 г.

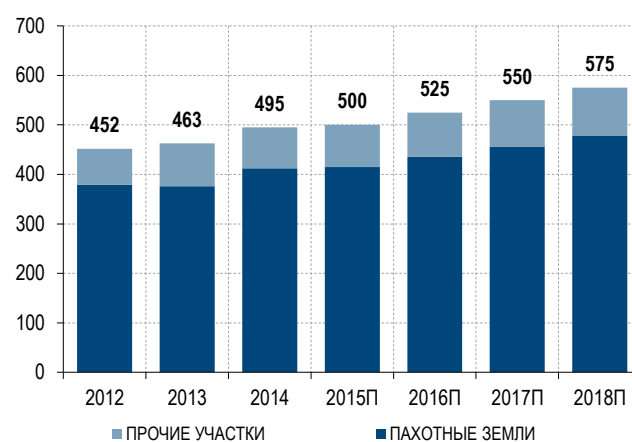


ТОП-10 российских компаний с крупнейшими земельными банками по состоянию на 2014 г.



Источник: данные компании, данные обзора BEFL за апрель 2015 г.

Оценка земельного банка Русагро



Источник: данные компании

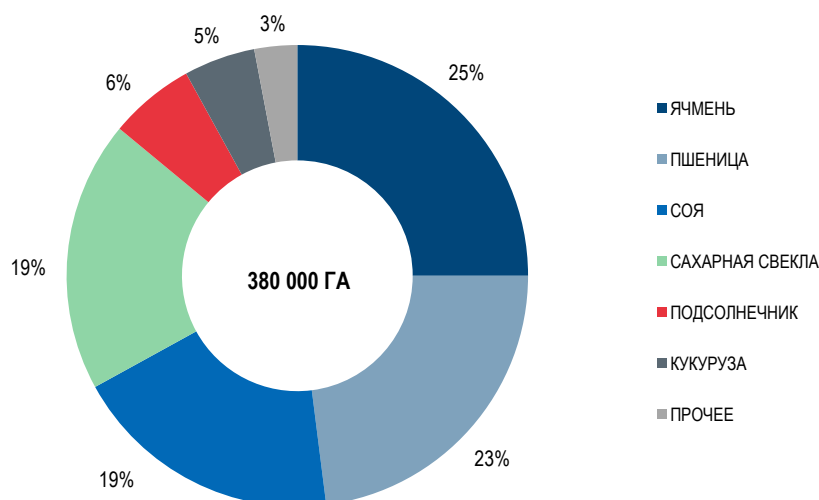
Если Русагро удастся осуществить планы по увеличению своего земельного банка, то компания может стать крупнейшим российским землевладельцем в течение нескольких следующих лет. На данном этапе мы воздержимся от прогнозов по поводу потенциального приобретения земель у компании «Разгуляй», так как возможные условия планируемой сделки недостаточно ясны.

Зерновые — «вишенка на торте»

Почти вся продукция сельскохозяйственного кластера Русагро идет на внутреннее производство. Большая часть пахотных земель используется для выращивания сырья и кормов для сахарного и свиноводческого кластеров — под сахарную свеклу, пшеницу, соевые бобы, подсолнечник и кукурузу компания использовала порядка 72% своих земель по состоянию на 1П15. В результате такого подхода у Русагро достаточно высокий уровень независимости производства от поставок третьих лиц — около 60% сырья для собственных нужд производится самостоятельно. Тем самым компания хеджирует риск изменения цен на сырье, что позволяет максимально увеличить и стабилизировать операционную рентабельность.



Структура использования пахотных земель Русагро по состоянию на июнь 2015 г.



Источник: данные компании

Сельскохозяйственный сегмент бизнеса Русагро, помимо производства продукции для внутренних нужд компании, принес 10% чистой выручки (с коррекцией на продажи внутри компании) за 9М15 и 12% EBITDA за тот же период.

Производство сельскохозяйственной продукции с избытком может рассматриваться в данный момент как дополнительный вид непрофильной деятельности, который генерирует при этом хорошую рентабельность по EBITDA — порядка 40% (что выше среднего показателя по компании).

В свете развития производственного кластера на Дальнем Востоке страны и ориентации на экспорт сои и кукурузы в Китай, Японию и Южную Корею, со временем данное направление бизнеса может стать более значимым для компании. Это, в свою очередь, окажет поддержку рентабельности операционной деятельности Русагро в целом.

На текущем этапе мы предпочитаем придерживаться консервативного подхода и не прогнозировать резкого роста экспорта продукции с мощностей компании, расположенных в Приморском крае. Развитие каналов экспорта в Китай — это долгосрочный процесс, который Русагро только начинает. И в данный момент мы видим высокий уровень риска на этом направлении.

ФИНАНСОВЫЙ ПРОГНОЗ КОМПАНИИ

Выручка по сегментам — сахарный бизнес остается главным драйвером роста

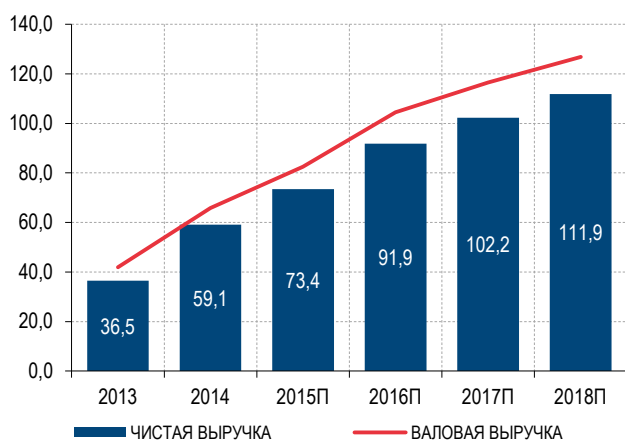
Согласно последним опубликованным данным, валовая выручка Русагро в 2015 г. составила 82,5 млрд руб., что на 25% больше чем в 2014 г.

Главным драйвером роста стало производство сахара — в этом сегменте выручка увеличилась на рекордные 46% г/г, составив 40% общей выручки компании. В перспективе мы также ожидаем, что «сахарный» бизнес останется на лидирующих позициях, главным образом, на фоне предстоящей сделки по приобретению дополнительных 35% мощностей у Разгуляя (ожидается, что сделка состоится в марте текущего года). Более того, Русагро продолжает улучшать и модернизировать свои производственные мощности с целью повышения коэффициента использования сахарной свеклы, что должно способствовать органическому приросту текущих мощностей компании с текущего уровня.

Вместе с тем выручка в сегменте производства свинины, который является вторым по важности для компании, в 2015 г. выросла всего на 2% г/г из-за высокой конкуренции и неблагоприятной ценовой конъюнктуры. В 2015 году данный сегмент составил 22% общей выручки.

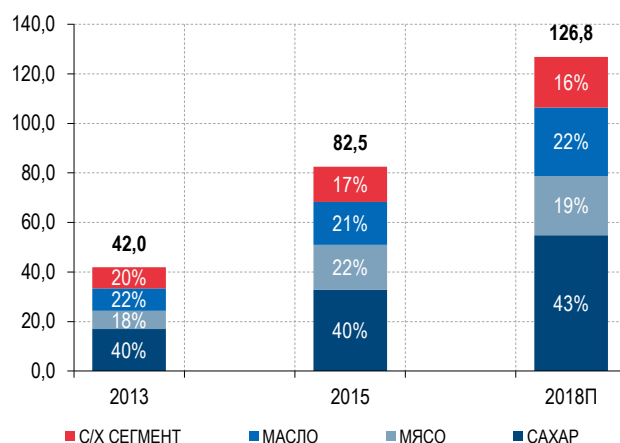
Будущая динамика в этом сегменте будет зависеть от наличия новых производственных мощностей, которые должны быть запущены только к 2019 г. До этого, как мы полагаем, вклад «свинины» в общую выручку сократится до 19% в 2018 г.

Выручка Русагро и прогноз по выручке, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Валовая выручка Русагро по сегментам и прогноз, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Выручка в масложировом сегменте продолжила демонстрировать стабильный рост, прибавив 16% г/г в 2015 г. до 17,3 млрд руб., что составило 21% общей выручки. Стабильное увеличение выручки в данном сегменте было обусловлено главным образом резким удорожанием масла и жмыха из семян подсолнечника (+50–60% г/г).

В дальнейшем рост выручки в этом сегменте будет зависеть от увеличения объемов экспортных поставок растительного масла и соевых бобов с предприятий дальневосточного кластера. По нашим расчетам, на масложировой сегмент будет приходиться 22% общей выручки Русагро в 2018 г.

Сельскохозяйственный бизнес, включающий в себя производство продукции для нужд компании, продемонстрировал в прошлом году увеличение выручки на

32% г/г до 14,2 млрд руб. (17% от общего показателя). Отметим, что около половины выручки в сельскохозяйственном сегменте должно рассматриваться в качестве внутренней, так что вклад в чистую выручку от продаж сельскохозяйственной продукции (в основном, зерна) третьей стороне оценивается всего в 10%.

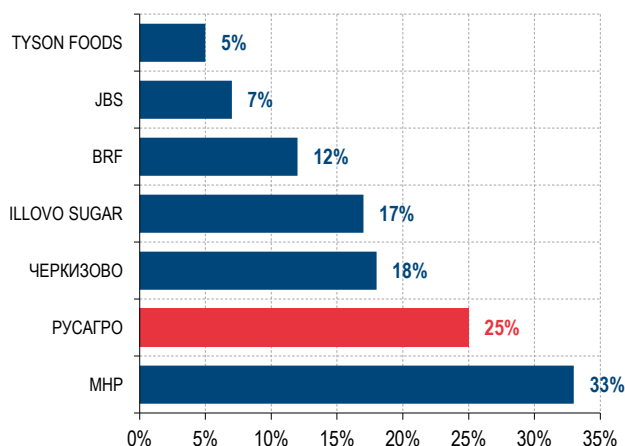
В целом мы ожидаем, что среднегодовой рост (CAGR) чистой выручки Русагро (с корректировкой на производство продукции для нужд компании) составит 17,3% в период 2015–2018 гг., а в 2018 г. выручка достигнет 111,9 млрд руб.

EBITDA — рентабельность под умеренным давлением

Русагро демонстрирует один из самых высоких показателей рентабельности по EBITDA среди компаний-аналогов благодаря эффективным мерам по сокращению издержек, вертикально интегрированной структуре бизнеса и ориентированности на перспективные и высокорентабельные сегменты.

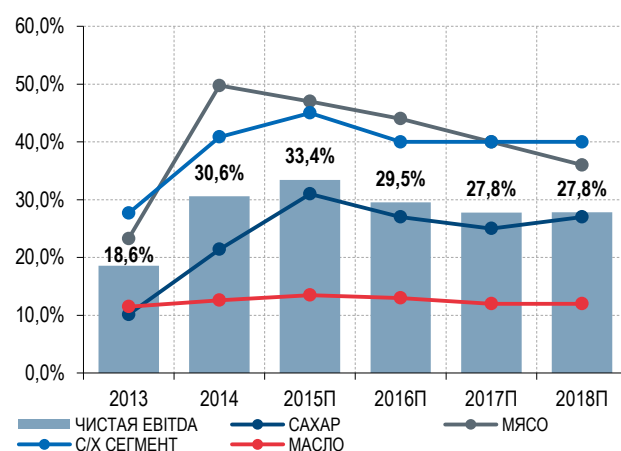
Мы ожидаем, что рентабельность Русагро по EBITDA достигнет рекордных 33% в 2015 г. за счет благоприятного влияния растущих цен в «сахарном» сегменте в течение года. В то же время в ближайшие годы мы ожидаем давления на рентабельность компании из-за резкого усиления конкуренции на рынке свинины и «ценовых войн» на рынке майонеза. Мы также ждем некоторого разводящего эффекта от потенциального приобретения сахарных заводов у Разгуляя. К тому же запуск новых производств на Дальнем Востоке окажет пусть временное, но негативное влияние на прибыль Русагро.

Средняя рентабельность по EBITDA в 2012–2014 гг.



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Рентабельность по EBITDA в ключевых направлениях бизнеса компании*



* рентабельность по EBITDA в ключевых направлениях = валовая, чистая рентабельность скорректированная на продажи внутри компании

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

В рамках противодействия падению цен на свинину Русагро планирует начать реализовывать мясо на Урале и в Сибири, где цены на данную продукцию выше, чем в центральных регионах, из-за меньшей конкуренции.

Дополнительную поддержку показателям рентабельности может оказать увеличение объемов экспорта сои и зерновых в Японию и другие страны Азии. В январе 2016 г. Русагро поставила первые 10 тыс. т кукурузы из Приморского края в Японию. В будущем компания планирует многократно увеличить экспортные поставки кукурузы и сои в Азию, что благотворно скажется как на торговых оборотах, так и на показателях рентабельности.

Кроме того, Русагро планирует начать продажи мяса в потребительской расфасовке в объеме, который должен составить до 20% общих продаж. Компания

поставила себе амбициозную цель — стать сразу третьим по величине поставщиком свинины в розничном сегменте.

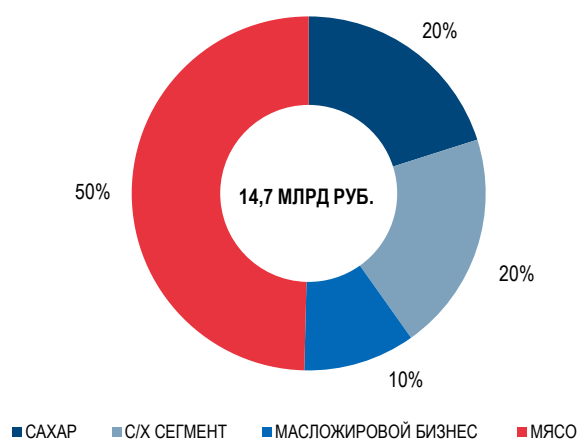
При этом долгосрочная цель данной инициативы — оказать долгосрочную поддержку рентабельности «мясного» направления. Отметим, что Русагро уже является активным игроком розничного сегмента в других направлениях (производство сахара, масложировой бизнес), в то время как производство свинины ориентировано только на оптовые продажи.

В целом мы полагаем, что в перспективе рентабельность компании по EBITDA останется под умеренным давлением и составит 28% к 2018 г. против 31% в 2014 г.

В ближайшие годы инвестпрограмма увеличится

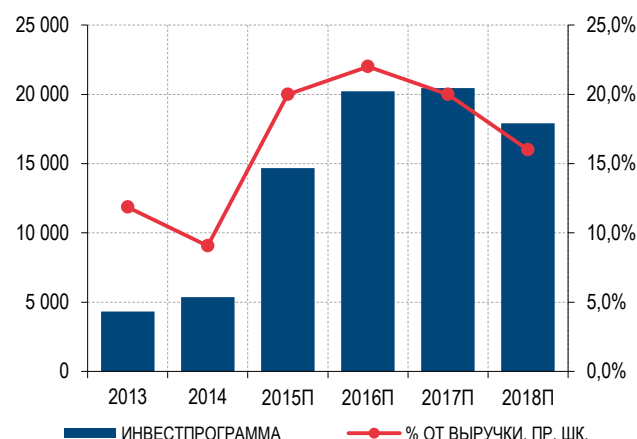
В ближайшие годы Русагро должна увеличить объем своей инвестиционной программы. В 2010–2014 гг. компания инвестировала около 52 млрд руб. в развитие производства. Мы ожидаем, что в 2015–2018 гг. инвестиции Русагро в земельные участки и производственные мощности составят 73,2 млрд руб.

Оценка распределения инвестиций Русагро в 2015 г.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценка инвестпрограммы Русагро, млн руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

По нашим оценкам, в 2015 г. около половины запланированных инвестиций (порядка 14,7 млрд руб.) было направлено на развитие предприятий по производству свинины в Тамбовской и Белгородской областях; около 40% инвестиций было, вероятно, поделено поровну между сахарным и сельскохозяйственным бизнесом компании; а оставшиеся средства были вложены в предприятия по переработке масла.

Мы считаем, что в ближайшие годы схема распределения инвестиций останется приблизительно такой же, как в 2015 г. Вместе с тем основная часть инвестиций в производство свинины пойдет на строительство соответствующих производственных мощностей в Приморском крае, которое начнется в 2016 г.

Инвестиции в сахарный кластер пойдут в основном на модернизацию трех сахарных заводов, которые Русагро планирует приобрести у Разгуляя в текущем году. Инвестиции в развитие сельскохозяйственного кластера предполагают покупку земельных участков и оборудования для предприятий в ключевых регионах (Тамбовской и Белгородской областях и Приморском крае). При этом инвестиции в масложировой бизнес будут связаны главным образом с предприятиями Приморского края. Сейчас Русагро проводит модернизацию недавно приобретенного предприятия «Приморская соя» для увеличения мощностей по производству продукции, ориентированной на экспорт.

Стоит отметить, что описанная инвестпрограмма не включает в себя денежные траты на потенциальную сделку по приобретению активов Разгуляя.

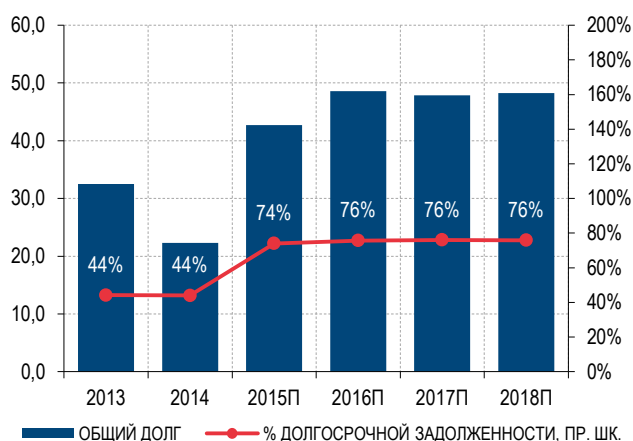
Долг компании — на комфортном уровне

Русагро может похвастаться объективно хорошими балансовыми показателями: коэффициент «чистый долг/LTM EBITDA» в сентябре 2015 г. (последние доступные данные) составил всего 0,04х против 0,2х на конец 2014 г., при этом у компании нет долговых обязательств в иностранной валюте.

Перед покупкой доли в Разгуляе в конце 2015 г. 97% общего валового долга было субсидировано государством при эффективной средней процентной ставке в 2,6%.

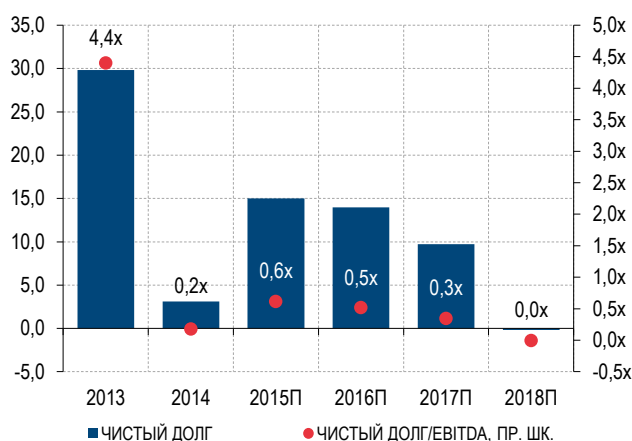
Русагро выкупила весь существующий долг, а также 19,97% акций группы «Разгуляй» у Внешэкономбанка (ВЭБ) в ноябре 2015 г. за 33,9 млрд руб. Для финансирования сделки Русагро привлекла кредит в размере 33,9 млрд руб. сроком на 13 лет у ВЭБа. Компания не раскрывала процентную ставку по этому кредиту, заявив, однако, что эффективная ставка была очень низкой. Мы предполагаем, что процентная ставка была близка к текущему уровню средней эффективной ставки.

Оценка общего долга Русагро, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценка чистого долга Русагро и коэффициента «чистый долг/EBITDA», млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

После сделки с Разгуляем общий долг Русагро, по нашим оценкам, составит порядка 42,7 млрд руб. на конец 2015 г. при значительной доле долгосрочной задолженности — 74% против 44% в 2013–2014 гг. Таким образом сделка улучшила структуру долга Русагро и сделала обслуживание долга более комфортным. Мы ждем, что коэффициент «чистый долг/EBITDA» вырос с 0,2х в 2014 г. до 0,6х в 2015 г., что является очень хорошим уровнем для компании.

Несмотря на то, что Русагро планирует принять участие в распродаже активов Разгуляя и приобрести мощности по переработке сахара и земельные участки, это не окажет влияния на уровень долга компании. Дело в том, что денежные средства, которые Разгуляй выручит от продажи активов, будут направлены Русагро в счет уплаты долга.

Мы ожидаем, что после 2015 г. коэффициент «чистый долг/EBITDA» будет снижаться, а после 2018 г. компания сможет достичь отрицательного чистого долга.

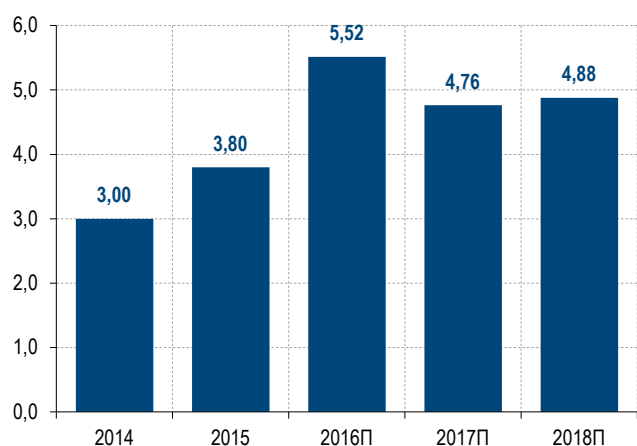
Дивиденды — пик будет достигнут в 2016 г.

Согласно обновленной в прошлом году дивидендной политике, Русагро обязуется выплачивать акционерам компании по меньшей мере 25% чистой прибыли по МСФО в качестве дивидендов. Платежи осуществляются раз в полгода с закрытием реестра в мае и октябре.

В 2015 г. Русагро выплатила 3,8 млрд руб. дивидендов, при этом общая годовая выплата в расчете на ГДР составила 0,7 долл., что предполагает дивидендную доходность на уровне 8% (рассчитано на основе цены ГДР на дату закрытия реестра). Стоит заметить, что в 2014 г. компания также выплатила своим акционерам 0,7 долл./ГДР, хотя общий объем дивидендов в рублях был меньше — 3,0 млрд руб. Разница связана с девальвацией рубля в 2015 г.

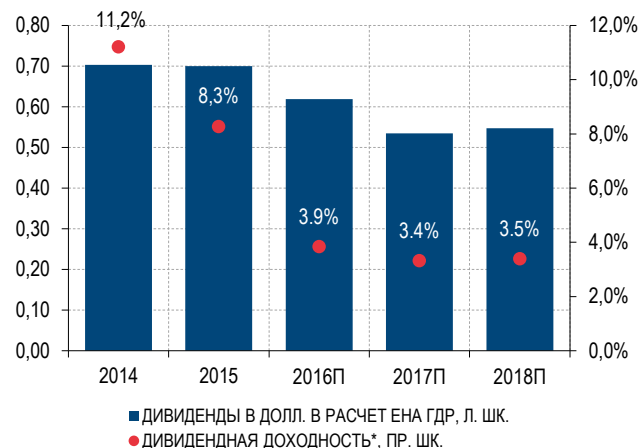
Мы считаем, что в 2016 г. объем дивидендных выплат Русагро достигнет максимального значения (в рублевом выражении) в 5,5 млрд руб., при этом дивиденды в расчете на ГДР, выраженные в долларах США, будут меньше из-за резкого ослабления рубля. При текущем курсе руб./долл. мы ожидаем, что Русагро выплатит около 0,61 долл./ГДР в 2016 г., что, учитывая текущую цену ГДР, предполагает дивидендную доходность в 3,9%.

Объем годовых дивидендных выплат Русагро, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Прогноз дивидендной доходности Русагро



* исторические доходности, рассчитанные на основе цены ГДР на дату закрытия реестра, будущие доходности, рассчитанные по текущей цене ГДР компании

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

По нашим прогнозам, дивиденды компании не превысят 25% ее чистой прибыли в течение нескольких ближайших лет на инвестиционном горизонте.

Мы ожидаем, что чистая прибыль Русагро будет находиться под давлением в 2016 г. и в дальнейшем из-за слабых макроэкономических показателей, влияния на рентабельность операций компании со стороны конкурентов и консолидации менее прибыльных и эффективных активов Разгуляя. В результате, как мы полагаем, дивиденды Русагро сократятся в 2017 г., а в 2018 г. лишь незначительно подрастут.

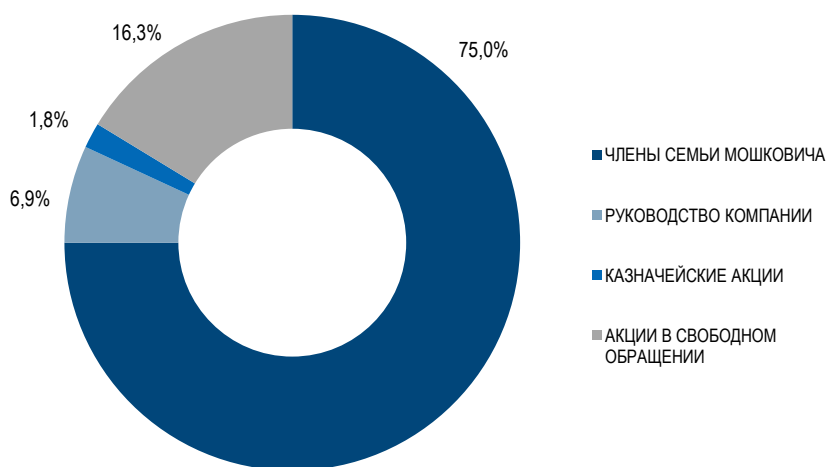
Русагро остается стабильной «дивидендной историей», однако мы не ожидаем, что в рамках инвестиционного горизонта дивидендная доходность компании вернется на уровни 2014–2015 гг. (см. диаграммы выше).

СТРУКТУРА ВЛАДЕНИЯ И АКЦИИ В СВОБОДНОМ ОБРАЩЕНИИ

Русагро стала публичной компанией в апреле 2011 г. после размещения ГДР на Лондонской фондовой бирже по цене 15 долл./ГДР (каждая ГДР эквивалентна 0,2 обыкновенной акции). В ноябре 2014 г. ГДР Русагро начали торговаться на Московской бирже в котировальном списке первого уровня.

Общее число ГДР компании, торгующихся на бирже, составило 118,0 млн штук по состоянию на февраль 2016 г.

Структура акционерного капитала Русагро



Источник: данные компании

Контрольные 75% акций Русагро принадлежат основателю компании Вадиму Мошковичу и членам его семьи. Мошкович занимал пост губернатора Белгородской области до декабря 2014 г.

Менеджмент Русагро владеет 6,9% акций компании, большая часть из которых принадлежит главе фирмы Максиму Басову. Доля акций в свободном обращении составляет около 16,3%, они торгуются на Лондонской и Московской биржах, среднесуточный объем торгов с начала года составил около 1,6 млн долл. Кроме того, 1,8%-процентный пакет акций (его текущая рыночная стоимость составляет 34,9 млн долл.) представлен казначейскими бумагами, которые могут быть использованы для сделок по слиянию/поглощению или аннулированы в 2016 г.



ПРИЛОЖЕНИЕ

Сопоставление мультипликаторов и показателей рентабельности Русагро и компаний-аналогов

КОМПАНИЯ	СТРАНА	РЫН. КАП-ЦИЯ	EV	EV/EBITDA			P/E			РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA		
		МЛН ДОЛЛ.	МЛН ДОЛЛ.	2015П	2016П	2017П	2015П	2016П	2017П	2015П	2016П	2017П
ПРОИЗВОДИТЕЛИ САХАРА												
Sao Martinho	Бразилия	1 278	2 012	6,0x	6,3x	5,6x	13,7x	15,1x	10,7x	44,0%	46,5%	45,8%
MSM Malaysia	Малайзия	816	834	8,0x	7,9x	7,4x	12,3x	12,5x	12,6x	19,5%	19,2%	19,5%
Tongaat	ЮАР	863	1 443	5,7x	8,7x	7,5x	8,6x	14,4x	11,0x	18,8%	16,1%	16,0%
Illovo Sugar	ЮАР	643	1 084	6,0x	10,9x	9,2x	8,8x	20,4x	15,7x	16,1%	12,4%	13,6%
Khon Kaen Sugar	Таиланд	428	1 107	14,2x	13,7x	15,0x	11,2x	10,7x	9,8x	14,5%	14,1%	12,7%
Balrampur Cnini Mills	Индия	269	525	15,5x	10,9x	9,2x	61,9x	25,0x	11,3x	7,3%	12,0%	12,6%
Среднее значение				9,2x	9,7x	9,0x	19,4x	16,3x	11,8x	20,0%	20,0%	20,1%
Медиана				7,0x	9,8x	8,3x	11,7x	14,7x	11,1x	17,5%	15,1%	14,8%
ПРОИЗВОДИТЕЛИ МАСЕЛ												
Wilmar	Сингапур	13 754	29 475	13,8x	12,4x	11,5x	12,1x	10,9x	10,2x	5,0%	5,2%	5,3%
IOI	Малайзия	7 242	8 665	20,0x	20,0x	18,0x	27,9x	27,7x	24,1x	14,8%	14,5%	15,1%
KLK	Малайзия	5 971	6 649	18,1x	15,3x	13,8x	29,2x	24,2x	21,4x	13,9%	14,2%	14,8%
Golden Agri-Resources	Сингапур	3 351	5 681	11,7x	9,6x	8,6x	17,9x	5,0x	13,4x	7,2%	8,0%	8,6%
Thai Vegetable Oil	Бразилия	1 670	1 756	9,6x	9,6x	8,3x	10,6x	11,2x	9,7x	15,7%	15,1%	16,0%
Thai Vegetable Oil	Таиланд	509	504	7,6x	8,4x	7,8x	10,3x	11,0x	10,3x	9,2%	7,9%	8,2%
Среднее значение				13,5x	12,5x	11,3x	18,0x	15,0x	14,8x	11,0%	10,8%	11,3%
Медиана				12,7x	11,0x	10,0x	15,0x	11,1x	11,9x	11,5%	11,1%	11,7%
КОМПАНИИ-АНАЛОГИ ИЗ СТРАН СНГ												
Русагро	Россия	1 906	1 918	6,1x	5,5x	5,2x	6,7x	7,8x	7,6x	33,4%	29,5%	27,8%
Kernel	Украина	944	1 326	3,3x	3,8x	3,8x	7,1x	4,8x	4,2x	16,7%	14,6%	14,3%
MHP	Украина	794	1 909	3,9x	4,3x	3,7x	3,9x	3,1x	2,8x	39,3%	34,9%	35,8%
Черкизово	Россия	597	1 088	4,7x	3,9x	4,0x	5,0x	4,0x	5,4x	17,0%	15,7%	17,9%
Среднее значение				4,0x	4,0x	3,8x	5,3x	4,0x	4,2x	24,3%	21,7%	22,6%
Медиана				3,9x	3,9x	3,8x	5,0x	4,0x	4,2x	17,0%	15,7%	17,9%
ПРОИЗВОДИТЕЛИ МЯСНОЙ ПРОДУКЦИИ												
Brazil Foods	Бразилия	11 171	12 878	9,3x	8,2x	н/д	17,6x	13,5x	н/д	16,5%	16,9%	16,3%
JBS	Бразилия	7 518	9 382	2,7x	2,2x	2,0x	5,8x	1,9x	5,5x	8,5%	9,6%	8,3%
Charoen Pokphand	Таиланд	4 021	10 540	16,1x	12,6x	11,3x	30,4x	3,4x	13,6x	5,4%	6,3%	6,7%
Industrias bachoco	Мексика	2 234	1 628	4,6x	5,7x	5,5x	9,7x	9,0x	11,7x	14,1%	10,3%	10,9%
Marfig Global Foods	Бразилия	770	2 646	5,6x	5,0x	4,7x	-4,6x	1,4x	7,0x	8,6%	8,8%	9,1%
Среднее значение				7,7x	6,7x	5,9x	11,8x	5,8x	9,5x	10,6%	10,4%	10,3%
Медиана				5,6x	5,7x	5,1x	9,7x	3,4x	9,4x	8,6%	9,6%	9,1%

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04****Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.