



Российские акции / Сельскохозяйственная продукция

## «Русагро» Продуктовая диверсификация

BUY

ROS AGRO PLC	AGRO
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽1290
Цена сделки	₽770
Потенциал роста	68%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	7%
Капитализация	₽102 млрд
Среднедневной оборот	₽0,06 млрд

### Динамика котировок



### Основные финансовые показатели

Отчетный год	2021	2022П	2023П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, ₽ млрд	226	281	236
Выручка, г/г	37%	24%	-16%
ЕБИТДА, ₽ млрд	57	59	44
ЕБИТДА, г/г	64%	5%	-25%
Чистая прибыль, ₽ млрд	42	41	24
Чистая прибыль, г/г	72%	0%	-41%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	25%	21%	19%
Чистый долг / ЕБИТДА	2,0x	1,7x	2,2x
Р/Е	3,7x	4,4x	4,3x
EV/ЕБИТДА	4,7x	3,4x	4,6x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, ₽	65,5	--	--
Див. доходность	8,6%	--	--

Источники: Данные компании, расчеты Открытие Research

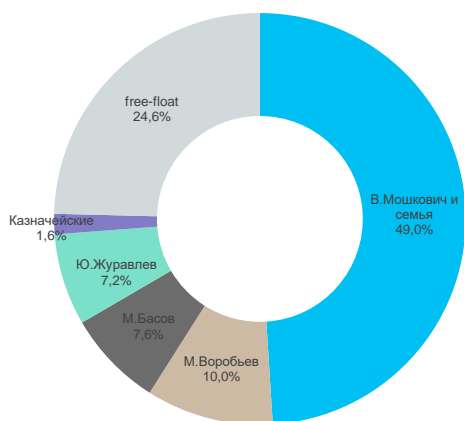
- «Русагро» - один из крупнейших вертикально интегрированных агропромышленных холдингов в стране. Компания занимает лидирующие позиции в производстве сахара, свиноводстве, масложировом бизнесе и растениеводстве, а также входит в ТОП-5 крупнейших землевладельцев в РФ.
- Стратегия компании направлена на расширение мощностей во всех сегментах бизнеса как за счет строительства новых объектов «с нуля», так и точечных сделок M&A. Параллельно «Русагро» активно укрепляет вертикальную интеграцию по всей цепочке создания стоимости, а также планомерно развивает экспортное направление бизнеса.
- Спрос на с/х продукцию остается неизменным и не зависит от экономического цикла, что формирует устойчивую базу для выручки компании. При этом вертикальная интеграция бизнеса и передача ресурсов внутри компании является эффективным способом натурального хеджирования от колебаний цен на зерновые, являясь источником конкурентного преимущества для «Русагро».
- «Русагро» завершает основной инвестиционный цикл и выходит на этап высокой генерации свободного денежного потока. В сочетании с невысокой долговой нагрузкой компания имеет потенциал для солидных дивидендных выплат в случае успешного решения технических сложностей, связанных с кипрской пропиской головной структурой холдинга.
- Проведенная нами оценка позволяет говорить о том, что справедливая стоимость одной расписки AGRO составляет 1290 руб. Это подразумевает потенциал роста 68% к текущим рыночным котировкам и соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ.

### О компании

Группа «Русагро» – один из крупнейших вертикально интегрированных агропромышленных холдингов РФ, ведущая свою историю с 1995 года. В настоящее время «Русагро» занимает лидирующие позиции в производстве сахара (№3 в РФ по итогам 2021 года), свиноводстве (№4 в производстве свинины), масложировом бизнесе (№1 в производстве подсолнечного масла и маргарина) и растениеводстве (№4 землевладелец в РФ). Активы «Русагро» расположены в 11 субъектах РФ, в основном в центральном регионе и на Дальнем Востоке. В штате компании числятся более 20 тыс. сотрудников. По итогам прошедшего года 29% от выручки пришлось на экспортные продажи.

Головной структурой группы является зарегистрированная на Кипре ROS AGRO PLC. В 2011 году компания в рамках IPO разместила свои расписки (GDR) на Лондонской фондовой бирже (торги ими с марта приостановлены), а в 2014 году произошел допуск GDR и к торгам на Московской бирже. Основными акционерами «Русагро» являются ее основатель Вадим Мошкович (49%), Максим Воробьев (10%), а также

Диаграмма 1. Структура акционеров «Русагро»



Источники: Данные компании

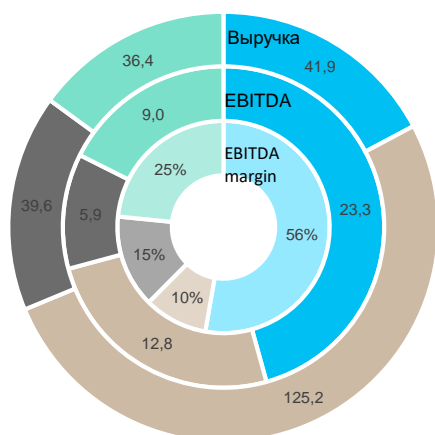
Председатель Совета директоров компании Максим Басов (7,6%). Порядка 25% акций находятся в свободном обращении в свободном обращении (см. диаграмму 1).

### Структура бизнеса

Бизнес компании состоит из 4 основных операционных сегментов:

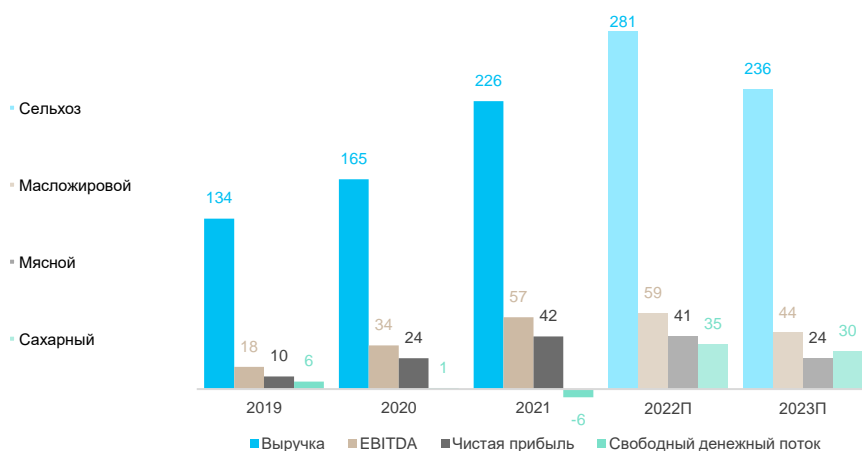
- Сельскохозяйственный бизнес – является ресурсной базой для выращивания продуктов и первичным звеном в цепи создания добавочной стоимости товара. Сельхоз сегмент осуществляет поставки сахарной свеклы для сахарного сегмента, продает зерно мясному бизнесу для последующего производства кормов, а также снабжает масложировое направление соевыми бобами и семенами подсолнечника. Земельный банк «Русагро» составляет 689 тыс. га (доля пашни – 88%), в собственности компании находится 50% земель. Совокупная мощность хранения включает 4 элеватора и 5 зерновых площадок и составляет 997 тыс. тонн. В структуре посевов преобладают зерновые культуры (34%), масличные (38%) и сахарная свекла (15%). В 2021 году 100% сахарной свеклы было реализовано сахарным заводам компании, 18% зерновых и 15% масличных культур было реализовано внутри группы «Русагро».
- Масложировой бизнес – занимается экстракцией масла, производством и реализацией промышленной (шрот, сырое масло и промышленные жиры) и потребительской масложировой продукции (бутилированное масло, майонез, маргарин). «Русагро» является крупнейшим производителем подсолнечного масла в РФ с долей рынка 13%. Совокупная мощность маслоэкстракционных заводов составляет 1,6 млн тонн в год. В 2021 году 41% масложировой продукции сегмента было направлено на экспорт.
- Мясной бизнес – включает выращивание, убой и реализация свинины, а также производство комбикормов и утилизация отходов. «Русагро» является производителем свинины №4 с долей рынка в 5,6%. Компания владеет 23 товарных свиноводческих комплекса (товарное поголовье 2,6 млн) и 5 племенных ферм для воспроизводства стада. В 2021 году компания произвела 309 тыс. тонн свинины, из которых 260 тыс. тонн были реализованы, в том числе 16% - на экспорт. В 2023 году после завершения строительства оставшихся 2 свинокомплексов в Приморском крае производственные мощности «Русагро» 390 тыс. тонн свинины в год.
- Сахарный бизнес – производство и реализация сахара из сахарной свеклы. В производстве сахара «Русагро» занимает 3 место в РФ с долей рынка 15%. Совокупная производственная мощность – 1 млн тонна сахара в год.

Диаграмма 2. Структура выручки и EBITDA (в млрд руб.) и маржи по EBITDA по бизнес-сегментам «Русагро» (2021 год)



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 3. Динамика основных финансовых результатов «Русагро» (в млрд руб.)

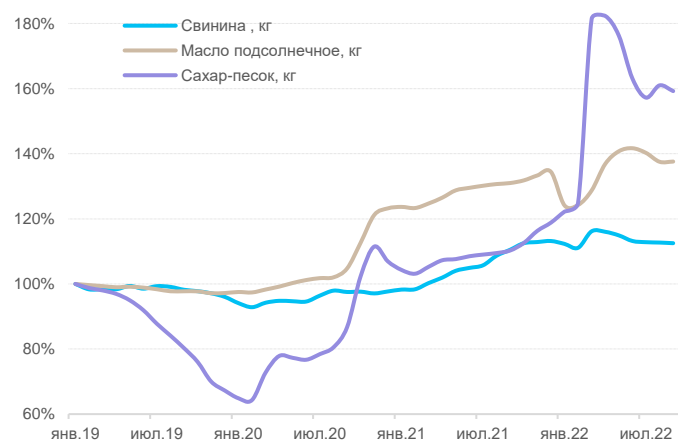


### Финансовые показатели

«Русагро» продолжает извлекать выгоду из текущей благоприятной ценовой конъюнктуры на сельхоз товары, а также наращивать объемы реализации в натуральном выражении по ряду направлений (рост продаж свиноводческой продукции в I полугодии 2022 г. составил +10% г/г, сахара

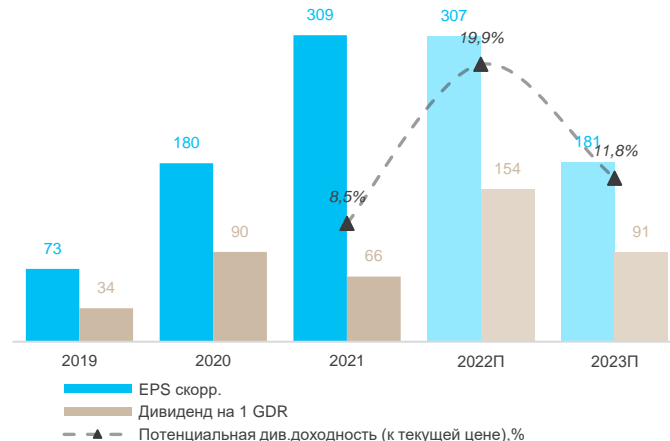
+21% г/г). В результате выручка за январь - июнь 2022 г. достигла 127 млрд руб. (+22% г/г), а EBITDA увеличилась на 36% г/г до 30 млрд руб. При этом, хотя формально компания показала нулевую рентабельность по чистой прибыли за период, основное негативное влияние на итоговый результат оказал разовый фактор курсовых валютных разниц в размере 19,5 млрд руб., не имеющий отношение к операционной деятельности. Вдобавок необходимо отметить, что «Русагро» пользуется льготным режимом налогообложения прибыли от реализации сельхозпродукции (эффективная ставка по расходу налога на прибыль в 2021 г. составила 8%), а также получает государственные субсидии, компенсирующие процентные расходы по банковским кредитам. Все это дополнительно увеличивает дивидендный потенциал «Русагро». Напомним, что согласно принятой политике компания ориентируется на выплаты в размере 50% от чистой прибыли по МСФО с полугодовой периодичностью, и теоретический дивиденд в текущем году мог бы быть очень значительным (см. диаграмму 5). Впрочем, в настоящий момент группа лишена возможности распределять прибыль среди акционеров из-за кипрской прописки головной структуры и связанных с этим ограничений на трансграничное движение капиталов (из-за этого «Русагро» воздержалась от выплаты финальных дивидендов за 2021 год и промежуточных за 2022 год), однако в перспективе, насколько мы понимаем, способна решить данную проблему.

Диаграмма 4. Динамика средних потребительских цен в РФ



Источники: данные компании, Росстат, расчёты Открытие Research

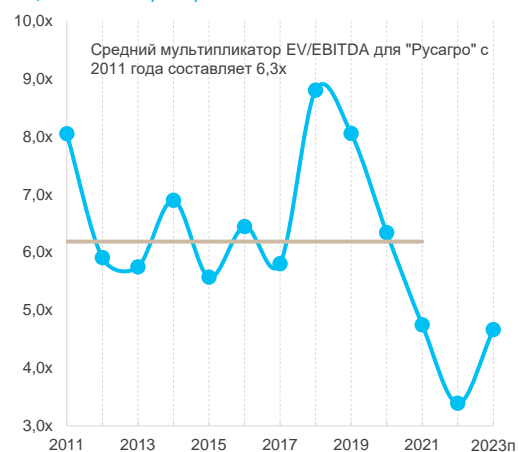
Диаграмма 5. Динамика EPS и дивидендный потенциал «Русагро»



### Инвестиционные тезисы

- **Низкая чувствительность к экономическому циклу и защита от инфляции.** Спрос на продукты питания продиктован естественными потребностями населения, поэтому он остается стабильным и не зависит от фазы экономического цикла. Данный фактор формирует устойчивую натуральную базу для выручки «Русагро». При этом российское сельское хозяйство в целом уже достигло режима самообеспечения в ключевых продовольственных направлениях, тогда как риски перепроизводства и усиления внутренней конкуренции снижаются за счет экспортных операций. И хотя в краткосрочном периоде цены на с/х товары зависят от урожайности, уровня запасов и госрегулирования, в долгосрочном периоде они, как правило, растут вместе с инфляцией. При этом за счет вертикальной интеграции достигается диверсификация и стабилизация операционной маржи на уровне всего бизнеса «Русагро», что способно существенно сгладить любые конъюнктурные спады.
- **Завершение инвестпрограммы и рост денежных потоков.** За последние 5 лет «Русагро» инвестировала более 78 млрд руб. в поддержание и развитие своих активов и в 2020–2021 годы по факту прошла пик капвложений. Наиболее капиталоемким был мясной сегмент, где завершение основного производственного цикла ожидается в текущем году с последующим выводом на проектную мощность кластера в Приморском крае в середине 2023 г. Таким образом, компания постепенно выходит в режим повышенной генерации свободных денежных потоков, что выгодно для акционеров как с точки зрения дальнейшего сокращения долговой нагрузки с текущих умеренных уровней в 1.7x ND/EBITDA, так и для создания

Диаграмма 6. Динамика мультипликатора EV/EBITDA «Русагро»



Источники: расчёты Открытие Research

финансовой подушки для будущих выплат акционерам или для оппортунистических дисконтных сделок M&A покидающих российский рынок бизнесов.

- **Восстановление выплат дивидендов.** В результате санкций на инфраструктуру финансовых рынков, держатели расписок «Русагро» в настоящий момент фактически не могут осуществлять свои акционерные права, и прежде всего – получать дивиденды. При этом «Русагро» может стать одной из первых отечественных публичных структур, решивших данную проблему. Во-первых, головная холдинговая ROS AGRO PLC зарегистрирована на Кипре, что несколько упрощает переезд по сравнению с другими юрисдикциями. Во-вторых, еще летом акционеры компании делегировали совету директоров право одобрить делистинг расписок с LSE, а также возможность размещения бумаг на другой международной бирже. Очевидно, что возврат к дивидендным выплатам может стать мощным драйвером для переоценки GDR «Русагро».

### Оценка стоимости акций

Для оценки справедливой стоимости «Русагро» мы ориентируемся на средний мультипликатор EV/EBITDA по циклу за последние 11 лет (см. диаграмму 6) и прогнозный показатель EBITDA компании за 2023 год (см. таблицу 1). В результате целевая цена GDR «Русагро» на горизонте 12 месяцев получается равной 1940 рублей, что подразумевает потенциал роста на уровне 68% к текущим котировкам и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Таблица 1. Оценка стоимости акционерного капитала «Русагро»

метрика	значение
EBITDA 2023, млрд руб.	44,3
Мультипликатор	6,2x
Стоимость предприятия, млрд руб.	273,5
[-] Чистый долг, млрд руб.	99,0
Акционерный капитал, млрд руб.	174,5
кол-во расписок, млрд	0,135
<b>Целевая цена, руб.</b>	<b>1 290 Р</b>
потенциал	68%

### Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом, и расписки «Русагро», в частности.
- Снижение цен на сельхозкультуры и неблагоприятные изменения государственной политики в области контроля ценообразования, субсидирования и экспорта могут в перспективе негативно повлиять на финансовые показатели группы.
- Длительная задержка или приостановка процесса редомициляции и/или смены площадки зарубежного листинга для возврата к полноценным дивидендным выплатам может создать негативное давление на котировки.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/> Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остается актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предвещающих индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ

[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)

[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Берিশев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования