

Инарктика

Высокая аквакультура

14 МАЯ 2024



Инарктика

Инарктика – лидер российского рынка лососевых с долей рынка 17% в натуральном выражении. В планах компании удвоить вылов: с текущих 33,5 тыс. т до 60 тыс. т. Однако потенциал роста бизнеса Инарктики, по нашему мнению, еще не учтен в котировках.

- **Бизнес-модель не для всех.** Длинный операционный цикл, биологические риски, ограниченное количество рыбоводных участков формируют серьезные барьеры для входа в отрасль аквакультуры.
- **Инарктика лидирует в России.** Компания построила бизнес с нуля до лидирующих позиций в отрасли, пережив несколько шоков (потерю рыбы в 2015 году, потерю смолтовых заводов в 2022 году).
- **В планах компании удвоить бизнес к 2032 году.** Инарктика в 2023 году – это: вылов 33,5 тыс. т лососевых в живом весе, продажи 28,2 тыс. т, выручка 28,5 млрд руб., чистая прибыль 15,5 млрд руб. Мощности компании позволяют увеличить вылов до 60 тыс. т, а текущая стратегия должна раскрыть этот потенциал.
- **Инарктика 2028.** Реализация капитальных проектов компании должна обеспечить в 2028 году: вылов 44 тыс. т (плюс 32% относительно 2023 года), продажи 37 тыс. т (плюс 33%), выручку 53 млрд руб. (плюс 87%), чистую прибыль 22 млрд руб. (плюс 41%).
- **Что это значит для инвесторов:**
 - ▶ лидирующие позиции в нециклическом бизнесе;
 - ▶ экспозиция на валюту и ставка на рост доходов населения;
 - ▶ квартальные дивиденды с годовой доходностью 6% в 2023 году и 14% в 2028 году;
 - ▶ мультипликаторы на уровне исторических средних ($EV/EBITDA_{2024o} = 6,5$, $P/E_{2024o} = 7,3$);
 - ▶ потенциал удвоения бизнеса, не учтенный в котировках.
 - ▶ Наша оценка акций Инарктики – «Покупать» с целевой ценой 1 200 руб.

Российский рынок красной рыбы

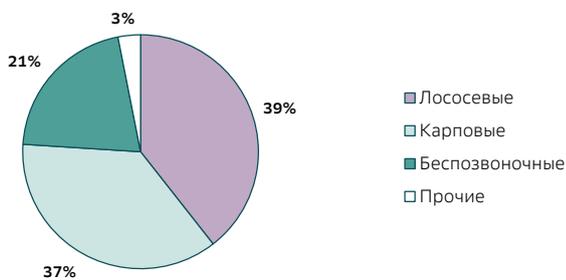
Аквакультурная рыба семейства лососевых – это атлантический лосось (или семга), морская форель (выращиваются в морской воде и требуют специальных температурных условий) и озерная форель.

Рынок лососевых в России

Предложение. В России до 2014 года львиная доля поставок лососевых приходилась на импорт (более 90% процентов). Объемы импорта лосося и форели составляли около 200 тыс. т, а основным поставщиком выступала Норвегия. С введением продовольственного эмбарго Россией в 2014 году поставки из Норвегии прекратились. Это дало импульс развитию собственной аквакультуры, ведь до 2014 года аквакультурные форель и семга практически не выращивались в России. Как следствие, в 2014–2022 годах доля иностранных поставок снизилась с более 90% в 2014 году до менее 60% в 2022 году.

По нашим оценкам, объем рынка красной рыбы в 2023 году составляет порядка 170 тыс. т, это на 16% больше показателя 2022 года (144 тыс. т). В денежном выражении в 2023 году рынок оценивается в 110 млрд руб.

Структура аквакультуры в России, 2023 год



Источник: Росрыболовство, SberCIB Investment Research

Производство аквакультуры в России, тыс. т



Производство в живом весе с учетом рыболовского материала

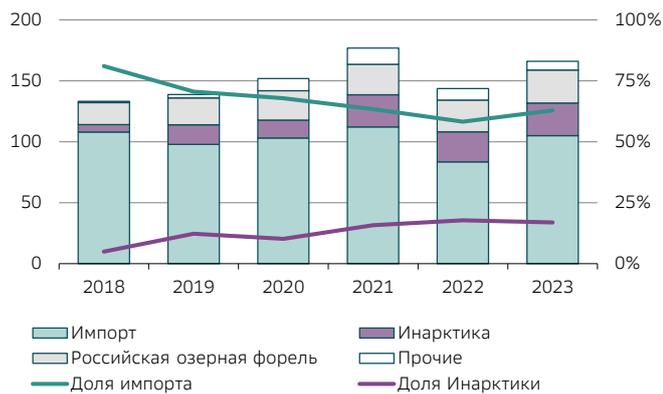
Источник: Росрыболовство, SberCIB Investment Research

Импорт. Несмотря на активное развитие внутренней аквакультуры, в натуральном выражении рынок лососевых еще не полностью вернулся на уровни 2014, когда был доступен импорт из Норвегии. Россия все равно сильно зависит от импорта, который в 2023 году составил 63% от всего предложения.

В 2022 году из-за санкций прекратились поставки с Фарерских островов и объемы импорта лосося упали до 70 тыс. т. (в 2018–2021 годах показатель был стабилен и держался на уровне 100 тыс. т.). Выпавший импорт фарерского лосося быстро заместила форель из Турции (выращивается в водах Черного моря и озерах). В 2023 году объемы импорта лососевых вернулись к 90 тыс. т лосося. Поставки в пропорции 50/50 покрывают Чили и Турция.

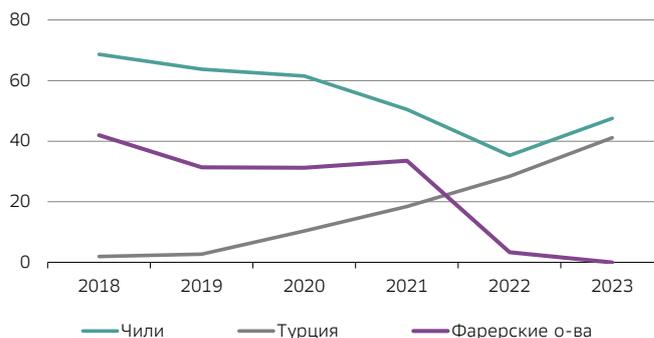
Мы не ждем роста импорта лососевых в Россию, учитывая хрупкий баланс спроса и предложения на международных рынках и трудности в расчетах с иностранными поставщиками. Помимо этого, мы считаем, что часть импорта заместит развитие отечественной аквакультуры.

Структура предложения красной рыбы в РФ, тыс. т



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Импорт лосося и форели в Россию, тыс. т

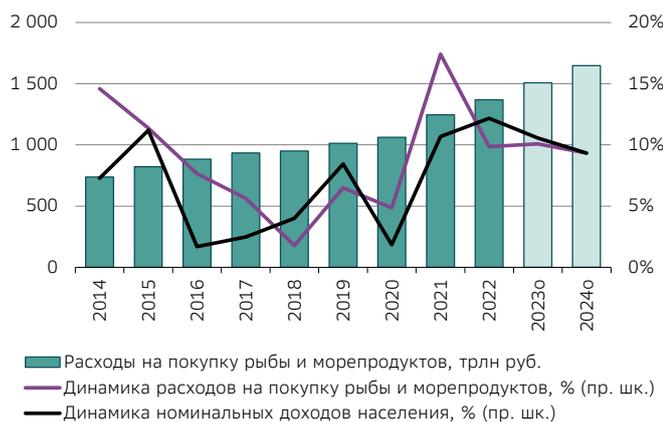


Источник: Turkstat, Hagstova, Таможенная служба Чили, SberCIB Investment Research

Спрос. Доля расходов населения на рыбу и морепродукты в расходах на продовольствие последние 10 лет стабильна и держится на уровне 6,7%. В денежном выражении за этот же период расходы на покупку рыбы и морепродуктов выросли в 1,85 раза – с 0,7 до 1,4 трлн руб.

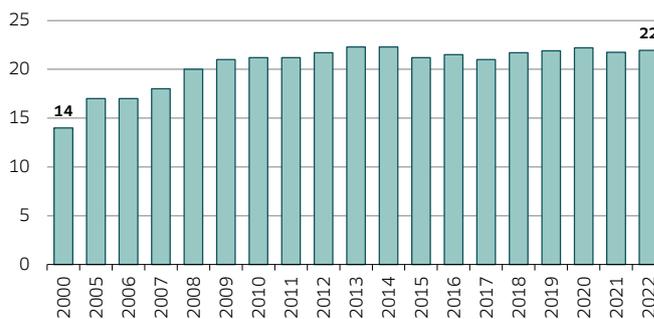
Несмотря на постоянное удорожание красной рыбы, спрос на нее как на продукт здорового питания не снижается. В условиях наблюдаемого и ожидаемого роста реальных зарплат в России мы прогнозируем сохранение и даже усиление спроса на лосося и форель.

Расходы населения на покупку рыбы и морепродуктов



Источник: Росстат, SberCIB Investment Research

Потребление рыбы в России, кг на человека



Источник: Росстат, SberCIB Investment Research

Цены. Росстат ведет статистику по ценам на рыбу лососевых пород в России. Несмотря на то что в данные включается не только атлантический, но и тихоокеанский лосось, который заметно дешевле и отправляется на экспорт, динамика вполне репрезентативна. За 10 лет среднегодовые темпы роста (CAGR) стоимости лососевых составили 13%, в то время как цены на говядину, курицу, свинину и индейку росли более умеренными темпами: соответственно 7%, 6%, 4% и 6% (Росстат публикует среднюю цену на индейку с 2018 года). Этому способствовало то, что большая часть предложения приходилась на импорт (номинарованный в долларах), а себестоимость аквакультурной рыбы в России формировалась из импортных малька и корма для рыбы.

Постоянный рост цен на лососевые безусловно является позитивным фактором для отечественных производителей аквакультуры, однако в какой-то момент дороговизна может стать ограничением для спроса на красную рыбу.



Источник: Росстат, SberCIB Investment Research



Источник: ФГУП «Национальные рыбные ресурсы», компания, SberCIB Investment Research

Инарктика: ставка на двукратный рост производства

Инарктика – один из немногих производителей атлантического лосося в России и безоговорочный лидер отрасли аквакультуры. Доля Инарктики на российском рынке красной рыбы составляет 17% в натуральном и 26% в денежном выражении.

История компании

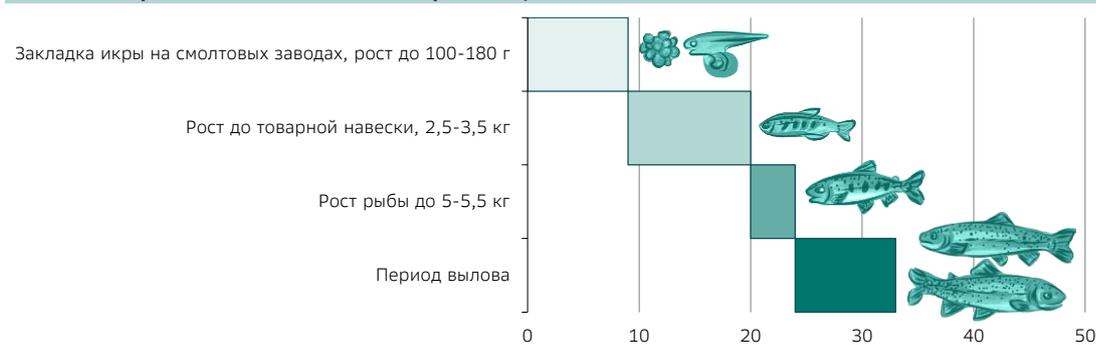
Компания была основана в 1997 году Максимом и Андреем Воробьевыми под названием «Русское море» и первоначально занималась переработкой импортной рыбы на собственном заводе в Ногинске. Однако впоследствии бизнес сильно изменился:

- В 2010 году компания «Русское море» провела IPO на Московской бирже, а в 2012 году запустила первую ферму по выращиванию атлантического лосося в акватории Баренцева моря (Мурманская область) объемом вылова около 4 тыс. т в живом весе в год.
- В 2013 году компания продала активы по производству готовой рыбной продукции вместе с брендом «Русское море» и изменила название на «Русская аквакультура».
- В 2015 году компания столкнулась с проблемой гибели рыбы в губе Титовка Баренцева моря, в связи с чем пришлось изменить подход к зарыблению участков.
- В 2017 году компания впервые приобрела собственные мощности по выращиванию малька и стала владельцем двух смолтовых заводов в Норвегии совокупной мощностью 7 млн штук смолта в год.
- В 2020 году чистый денежный поток позволил выплатить первые дивиденды.
- В 2021 году компания приобрела рыбоперерабатывающую фабрику в Мурманске и еще один смолтовый завод в Норвегии мощностью 1,5 млн мальков.
- С 2022 года после продажи смолтовых заводов в Норвегии компания сменила название на «Инарктика» и начала локализацию в России. Инарктика приобрела Селекционный центр аквакультуры и имущественный комплекс в Ермолино (оба в Калужской области), а также Мулинское рыбноводное хозяйство (Нижегородская область). Совокупные мощности купленных заводов 4 млн мальков в год.

Особенности производственного процесса

Операционный цикл. Операционный цикл Инарктики от момента закладки икры до вылова рыбы составляет около 30 месяцев. С момента зарыбления смолта (малька лосося, который пригоден к пересадке в садки в море) до вылова рыбы цикл может занимать до 24 месяцев.

Ежегодно у Инарктики зарыблено девять-десять ферм в Баренцевом море и три фермы на озере Сегозеро в Карелии. В Мурманской области культивируется как атлантический лосось, так и морская форель. В Карелии выращивается озерная форель. Флот компании для доставки рыбного корма к садкам насчитывает 11 катамаранов.

Этапы операционного цикла Инарктики, месяцы

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Биологические риски. Помимо длительности операционного цикла, особенностью выращивания рыбы является наличие биологических рисков. Для аквакультурного лосося главную опасность представляет лососевая вошь (рачок-паразит, портящий товарный вес рыбы).

В 2015 году Инарктика лишилась 70% рыбы, которую планировала выловить в 2015–2016 гг., потому что в акватории Баренцева моря распространилась лососевая вошь. Из-за распространения паразита Инарктика даже отказалась от зарыбления ферм в 2016 году. Чтобы поддержать финансовое положение и инвестировать в обновление смолта, компания провела SPO в 2017 году и привлекла 1 млрд руб.

После этого инцидента Инарктика изменила стратегию зарыбления, увеличив количество одновременно используемых участков, что существенно снижает риски гибели рыбы. Компания инвестирует в повышение уровня биологической безопасности, однако полностью исключить риск новых заражений невозможно – от распространения лососевых вшей регулярно страдают крупнейшие компании сектора аквакультуры.

В 2023 году Инарктика признала потерю биологических активов на 1,5 млрд руб. из-за распространения лососевой вши в 2П23, которое было связано с нестандартным потеплением воды в Баренцевом море.

Инарктика страхует биологические риски. К примеру, в 2020 году компания получила страховое возмещение на 237 млн руб., связанное с реализацией биологических рисков (в 2019 году потери от них составили 390 млн руб.).

Мы не закладываем в доходы компании 2024 года потенциальное возмещение за потерю биологических активов на 1,5 млрд руб. в 2023 году, поскольку причины гибели рыбы отличаются (в 2019 году она была связана со стихийным бедствием – образованием внутриводного льда).

Конкуренция. Длинный операционный цикл, значительные биологические риски, ограниченное количество рыбоводных участков создают высокие барьеры для входа в отрасль новых игроков. Помимо этого, большое значение имеет логистика. В частности, лидирующие позиции Инарктики объясняются ее выгодным месторасположением в Мурманской области, благодаря которому охлажденная рыба доставляется до крупнейших городов в европейской части России в течение двух-трех дней с момента вылова. Это позволяет конкурировать с импортными поставками замороженной рыбы.

Мы не ожидаем изменения уровня конкуренции в секторе аквакультуры в России.

Стратегия развития

Объем вылова в 2023 году (33 тыс. т рыбы) был обеспечен зарыблением 6,9 млн мальков в 2021 году и 9,4 млн мальков в 2022 году. Текущие мощности Инарктики – 10 млн мальков. Также у компании сохраняется возможность закупать смолт за рубежом.

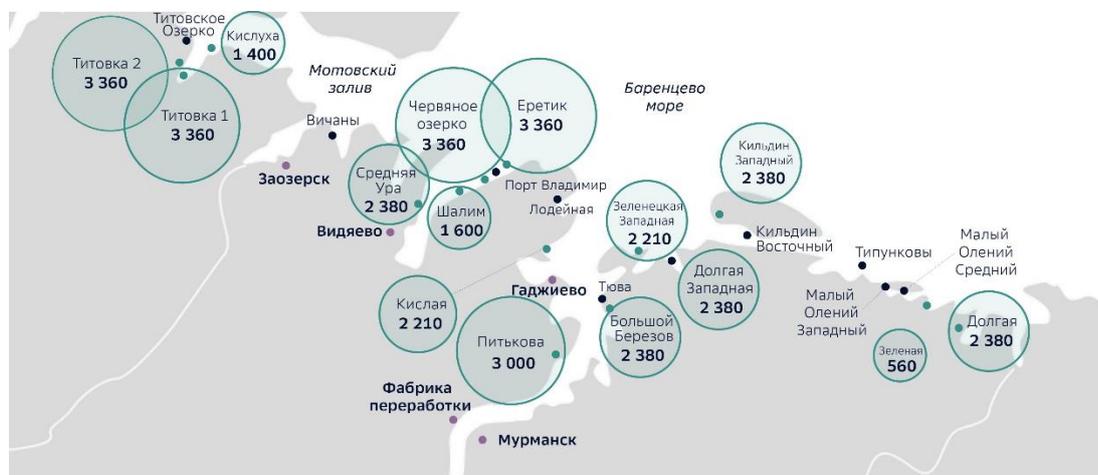
На начало 2024 года в аренде у Инарктики 33 рыбоводных участка (25 в Мурманской области и 8 в Карелии), которые позволяют ежегодно выращивать до 60 тыс. т рыбы в живом весе.

Долгосрочная цель компании – увеличить вылов с текущих 33,5 тыс. т до 60 тыс. т лосося в живом весе. С коэффициентом потрошения 15% это должно обеспечить продажи более 50 тыс. т лосося, что на 80% больше, чем компания реализовала в 2023 году.

Для достижения целей по вылову необходимы инвестиции в инфраструктуру для выращивания лосося и производство собственных кормов.

На сегодняшний день компания освоила 14 из 25 участков для выращивания рыбы в Баренцевом море. Число ежегодно зарыбленных ферм меньше: компания регулярно меняет участки для зарыбления.

Расположение рыбоводных участков компании в Мурманской области



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Мы ожидаем, что Инарктика сможет реализовать свой масштабный план по вылову к 2032 году, поскольку к 2028 компания достроит все необходимые производственные мощности.

Основных проектов – три:

- **Смолтовый завод в Кондопоге** (Республика Карелия) мощностью 6 млн мальков форели и атлантической семги. Завод начнет работу в 2024 году и выйдет на полную мощность в 2025 году. Стоимость завода оценивается в 4 млрд руб., но большую часть инвестиций в проект Инарктика вложила в 2023 году. Завод будет давать три урожая малька – весной, летом и осенью, что позволит сделать операционный цикл более равномерным.
- **Кормовой завод в Великом Новгороде** мощностью 70–100 тыс. т корма в год. Его строительство началось в апреле 2024 года, запуск планируется в 2025 году. Стоимость завода оценивается в 5,5 млрд руб. Проект не предполагает 100%-ной загрузки завода с учетом сезонности потребления корма.

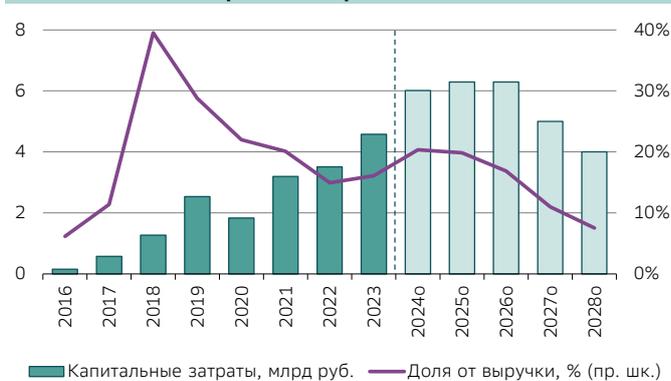
- **Смолтовый завод в поселке Ретинское** мощностью 7 млн мальков в год. Проект сейчас на стадии обсуждения. В случае одобрения работы по строительству завода будут проходить в 2026–2027 гг. Совокупные инвестиции оцениваются в 5 млрд руб.

Инвестиционные проекты Инарктики

Проект	Мощность (в год)	Инвестиции (млрд руб.)	Срок реализации
Смолтовый завод в Кондопоге, Карелия	6 млн мальков	4,0	2024-2025
Кормовой завод в Великом Новгороде	70-100 тыс. т	5,5	2024-2025
Смолтовый завод в пос. Ретинское, Мурманск	7 млн мальков	5,0	2026-2027

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Капитальные затраты Инарктики



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Запуск заводов в Кондопоге и Ретинском позволит увеличить доступные мощности по производству смолта с текущих 10 млн штук до 23 млн штук в год. Завод в Великом Новгороде обеспечит компании собственную кормовую базу и снизит зависимость от поставщиков. В 2023 году Инарктика использовала для выращивания рыбы 45 тыс. т корма, а в 2028 году ей понадобится уже 80 тыс. т.

Прогноз объемов зарыбления и вылова

После покупки в 2017 году смолтовых заводов в Норвегии Инарктика в 2022 году смогла выйти на рекордный уровень зарыбления 10,5 млн штук смолта (включая 9,4 млн штук в Мурманске и 1,1 млн штук в Карелии). В 2023 году из-за выпадения части поставок импортного смолта зарыбление лосося снизилось, но за счет увеличения зарыбления форели совокупный объем зарыбления даже немного вырос – до 10,6 млн мальков.

Мы ожидаем роста зарыбления до 11 млн мальков в 2024 году с последующим увеличением до 14 млн к 2028 году. Поставки с новых заводов будут расти, а импорт останется на уровне 3–4 млн штук смолта.

Снижение зарыбления лосося в 2023 году приведет к уменьшению вылова в живом весе до 31 тыс. т в 2024 году и 32 тыс. т в 2025, а также к снижению продаж в 2024–2025 гг. соответственно до 26,5 тыс. т и 27 тыс. т. Рост зарыбления в 2024 году и его последующее увеличение в 2026–2028 гг. обеспечат рост вылова с 35 тыс. т в 2026 году до 44 тыс. т в 2028 году.

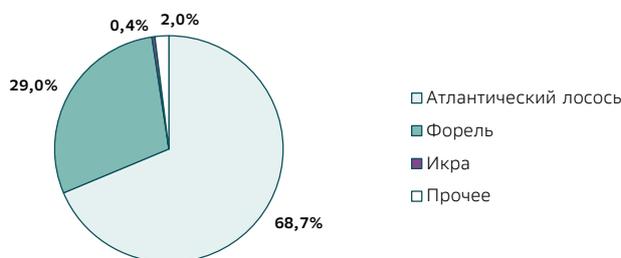


Бизнес-модель Инарктики

Выручка

Львиная доля выручки компании формируется за счет реализации атлантического лосося (69% выручки в 2023 году), а также морской и озерной форели (29%).

Структура продаж, 2023 год



Источники: компания

По нашим прогнозам, в 2024–2028 гг. цена на лососевые будет расти в среднем на 7% в год, превышая наши ожидания по росту индекса потребительских цен в России. Такой динамике будут способствовать отсутствие конкуренции на внутреннем рынке, слабые перспективы роста импорта в силу логистических ограничений и увеличения спроса со стороны других стран (Китай).

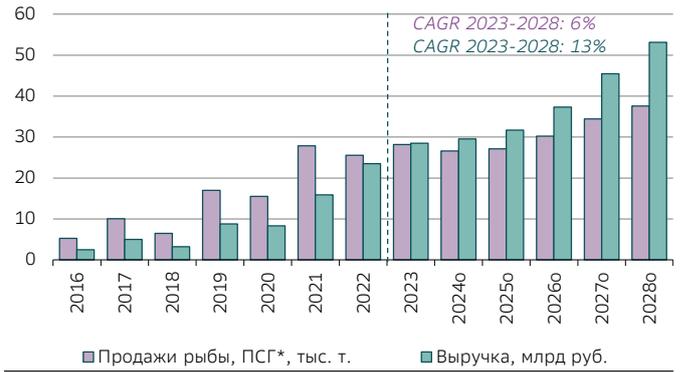
По нашей оценке, CAGR выручки Инарктики в 2023–2028 гг. составит 13%. Однако наибольшее ускорение роста выручки мы увидим только в 2026–2028 гг. В следующие пять лет мы ждем, что за счет повышения цены на лосося на 40% и объемов продаж на 30% выручка компании возрастет на 80%.

Цена реализации Инарктики, руб./кг



Источник: компания, SberCIB Investment Research

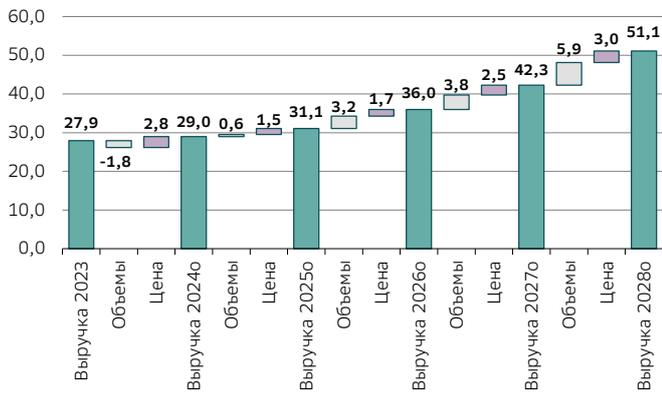
Динамика продаж и выручки Инарктики



* потрошенная с головой

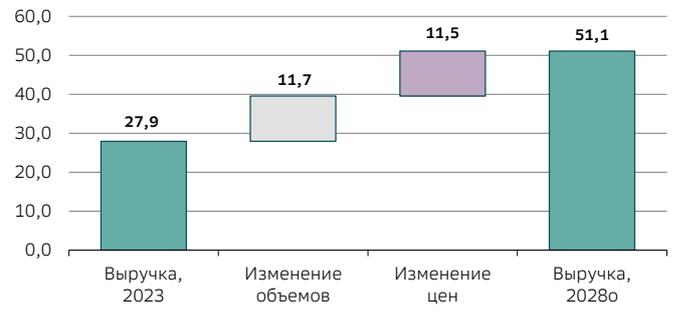
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Факторы роста выручки в 2024–2028 гг., по годам, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Факторы роста выручки в 2024–2028 гг., млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

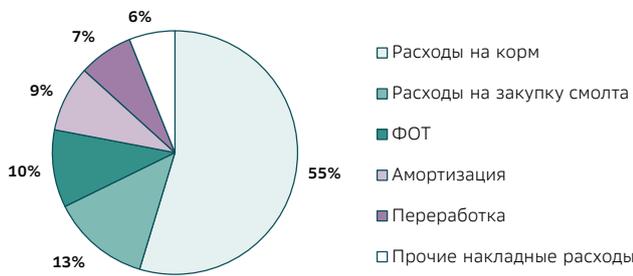
СТРУКТУРА РАСХОДОВ И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

В структуре себестоимости Инарктики преобладают корма для рыб (55%), которые преимущественно производятся из растительного сырья. Большая часть корма состоит из компонентов, цена которых привязана к мировым бенчмаркам (рыбная мука и растительные масла). Другие компоненты себестоимости – это расходы на закупку смолта (13%), зарплаты (10%), амортизация (9%) и переработка рыбы (7%). Еще один процесс, который требует расходов, – делайсинг, или защита рыбы от паразитов (морской вши).

Рентабельность по скорректированной EBITDA в 2016–2023 гг. почти не опускалась ниже 40% за исключением 2017 и 2018 гг. В 2022 году показатель достиг 55%, а в 2023 году снизился на 10 п. п. до 45%. Причиной существенного снижения стала потеря рыбы на 1,5 млрд руб. из-за распространения лососевой вши (списание уменьшило рентабельность на 5 п. п.).

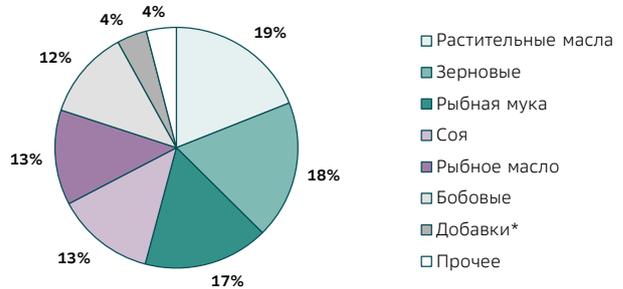
Мы ожидаем, что повышение стоимости реализации рыбы и оптимизация издержек за счет усиления вертикальной интеграции и импортозамещения поставок малька положительно повлияют на рентабельность Инарктики на всех уровнях в 2024–2028 гг. К концу прогнозного периода дополнительную поддержку также начнет оказывать эффект масштаба.

Структура себестоимости Инарктики



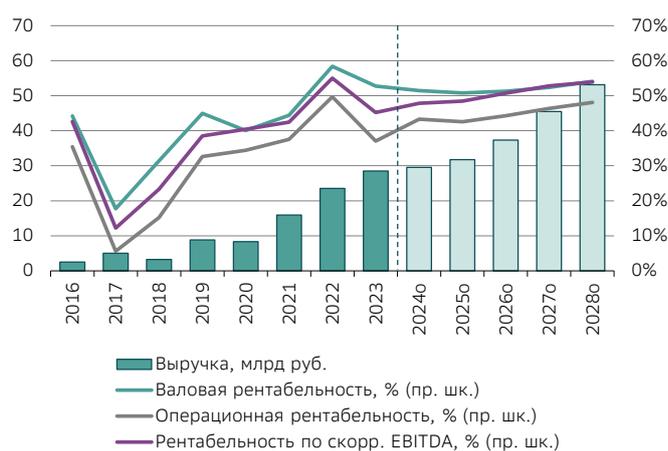
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Состав кормов для лососевых



* витамины, минералы и т. д.

Источник: Mowi

Динамика показателей рентабельности

Источник: компания, SberCIB Investment Research

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

Совокупный долг Инарктики к концу 2023 года вырос на 6% до 14,5 млрд руб.: 80% – банковские кредиты и 20% – облигации. При этом 65% портфеля приходится на кредиты с плавающей ставкой.

Мы ожидаем увеличения совокупного долга Инарктики до 17 млрд руб. в 2024 году, 20 млрд руб. в 2025 и 24 млрд руб. в 2026. Средства пойдут на финансирование строительства кормового завода в Великом Новгороде и смолтовых заводов в Кондопоге и Ретинском. Компания намерена привлечь льготные кредиты под эти цели. Увеличение долга будет компенсировано ростом скорректированной EBITDA. Таким образом, долговая нагрузка в 2024–2025 гг. останется в диапазоне 0,9–1,1, а к 2028 году, по нашей оценке, опустится почти до нуля.

Долговая нагрузка, млрд руб.

Источник: компания, SberCIB Investment Research

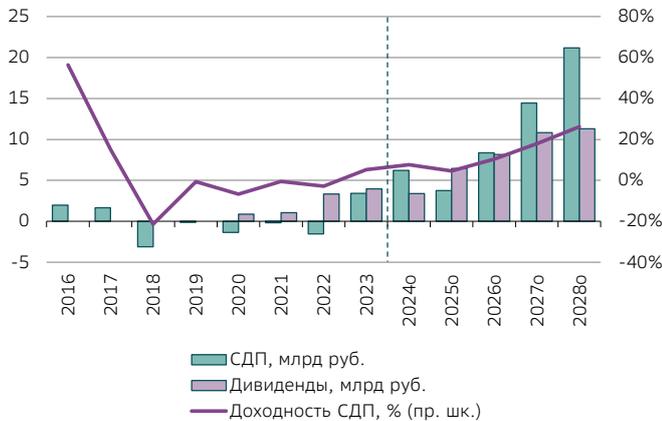
Дивиденды

Дивидендная политика Инарктики предусматривает выплаты при наличии чистой прибыли по РСБУ или МСФО и при условии, что показатель «чистый долг/EBITDA» не превышает 3,5. При принятии решения компания также учитывает собственную потребность в средствах для реализации инвестпрограммы и риски для операционной деятельности (например, биологические).

Инарктика начала выплачивать дивиденды с 2020 года. В 2020–2023 гг. коэффициент выплат варьировался в диапазоне 12–28% от чистой прибыли по МСФО, а дивидендная доходность была 2–6%.

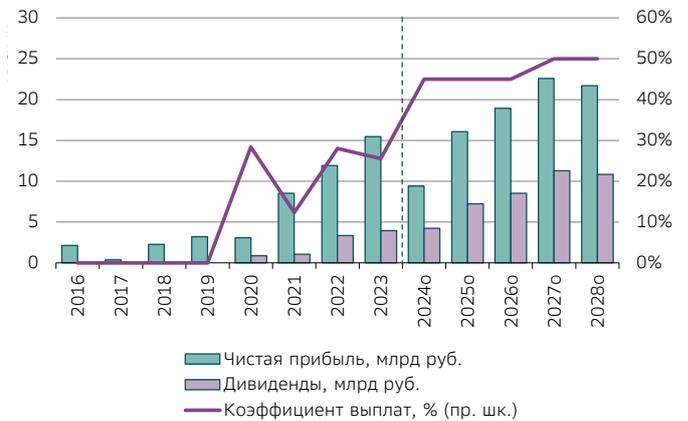
Мы ожидаем, что, несмотря на масштабные инвестиции, положительный свободный денежный поток (СДП) позволит компании и дальше выплачивать дивиденды и даже повышать коэффициент выплат. Мы ожидаем, что Инарктика постепенно увеличит коэффициент выплат до 45% и затем до 50%.

Свободный денежный поток и дивиденды, млрд руб.



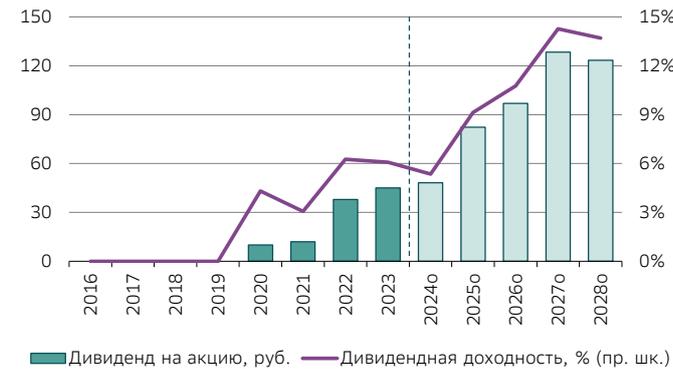
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Коэффициент дивидендных выплат, % от чистой прибыли



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Дивиденд на акцию и дивидендная доходность



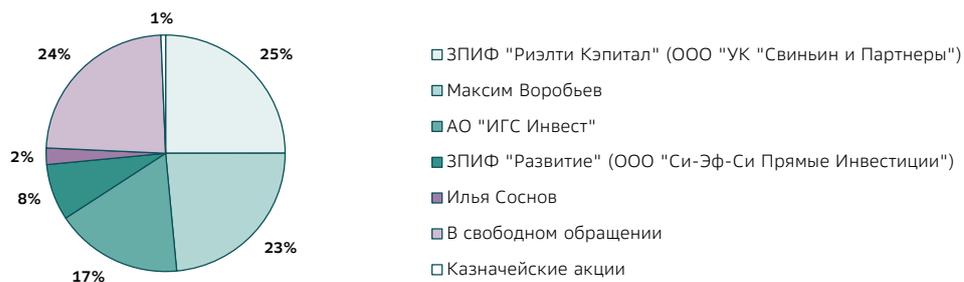
Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ

На конец 2023 года акционерная структура компании была следующей: ЗПИФ «Риэлти Кэпитал» (24,99%), Максим Воробьев (23,53%), АО «ИГС Инвест» (17,24%), ЗПИФ «Развитие» (7,71%), гендиректор Илья Соснов (2,25%). Акции в свободном обращении (free float) – 23,65%, казначейский акции – еще 0,63%.

В ноябре 2023 года ООО «Инарктика Северо-Запад» (казначейский пакет) и АО «ИГС Инвест» разместили в рамках SPO часть своих акций в размере 3,3 млн акций, или 4% от общего количества. Благодаря размещению, free float компании вырос с 18,11% до 23,65%. МосБиржа оценивает free float Инарктики в 17%.

Структура собственности компании



Источник: компания, SberCIB Investment Research

SWOT-анализ

ПРЕИМУЩЕСТВА

- Лидирующие позиции в России по производству атлантического лосося и морской форели.
- Цена на лососевые отражает ослабление рубля из-за существенной доли валютных затрат в себестоимости и большого объема импорта красной рыбы в РФ.
- Высокая рентабельность (40–50% по EBITDA).
- Исторически низкая долговая нагрузка (не выше 1,8).
- Положительный свободный денежный поток.
- Последовательное повышение дивидендных выплат.
- Низкая конкуренция в отрасли аквакультуры.
- Льгота по налогу на прибыль, льготные ставки по кредитам.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- Зависимость от иностранных поставщиков икры и мальков.
- Заметная доля валютных затрат (порядка 50%).
- Длительный операционный цикл.

ВОЗМОЖНОСТИ

- Дальнейшая вертикальная интеграция за счет запуска собственного производства корма для рыб.
- Снижение доли валютных затрат по мере перехода на собственный корм и мальков.
- Увеличение мощностей по производству смолта.
- Расширение производства за счет освоения новых рыбоводных участков.
- Поставка продукции на переработку или развитие собственной переработки рыбы.
- Повышение коэффициента дивидендных выплат до 50% и выше.

ФАКТОРЫ РИСКА

- Реализация биологических рисков – распространение морской вши или болезней, которые могут привести к гибели биомассы.
- Увеличение расходов на корм и выращивание рыбы.
- Потеря прав на рыбоводные участки в результате изменения регулирования.
- Поломка оборудования, способная привести к нарушению технологического процесса.
- Отмена продуктового эмбарго на ввоз импортной рыбы и морепродуктов, введенного в 2014 году в ответ на антироссийские санкции.

Оценка

Для оценки акций Инарктики мы использовали пятилетний прогнозный период (2024–2028 гг.). Мы ожидаем, что успешная реализация стратегии развития позволит компании увеличить объемы продаж более чем на 30% к 2028 году – до 37,6 тыс. т. Вкупе с повышением цен на лососевые это обеспечит рост выручки более чем на 80%.

В модель мы закладывали следующие предпосылки:

- средняя инфляция составит 6,7% в 2024 году, 4,3% в 2025 году и нормализуется на уровне 4% в 2026–2028 гг.,
- средний курс USD/RUB вырастет с 95 руб. в 2024 году до 103,8 руб. в 2028 году.

Ниже представлен расчет средневзвешенной стоимости капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	
Безрисковая ставка	11,0%
Рыночная премия	8,0%
Премия за специфический риск	2,0%
Бета с учетом структуры капитала	1,02
Стоимость акционерного капитала	21,2%
Долягоговая стоимость долга	13,0%
Эффективная ставка налога	0,9%
Стоимость долга	12,9%
Доля акционерного капитала	72,2%
Доля долга	27,8%
Средневзвешенная стоимость капитала	18,9%

Источник: SberCIB Investment Research

Мы использовали ставку дисконтирования (средневзвешенная стоимость капитала 18,9%) и темпы роста в постпрогнозном периоде на уровне 5%. Последнее обусловлено тем, что завершение всех инвестиционных проектов Инарктики к 2028 году обеспечит рост объемов зарыбления и вылова уже после прогнозного периода.

В итоге мы получаем следующую оценку акций Инарктики по методу дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Оценка по ДДП, млн руб.					
	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
ЕВИТДА	13 978	15 210	19 009	24 298	28 763
(-) Амортизация	-1 346	-1 862	-2 352	-2 788	-3 035
Операционная прибыль	12 632	13 349	16 657	21 509	25 728
(-) Налог на ЕВИТ	-84	-143	-168	-201	-193
(+) Амортизация	1 346	1 862	2 352	2 788	3 035
(-) Капитальные затраты	-6 008	-6 292	-6 292	-5 000	-4 000
(-) Изменение оборотного капитала	-353	-4 661	-3 420	-1 585	-1 072
Свободный денежный поток (СДП)	7 533	4 115	9 129	17 512	23 498
Коэффициент дисконтирования	89%	75%	63%	53%	44%
Дисконтированный СДП	6 689	3 074	5 736	9 256	10 443
Сумма дисконтированных СДП	35 198				
Дисконтированная терминальная стоимость	79 039				
Предполагаемая EV	114 237				
(-) Доля неконтролируемого меньшинства	0				
(-) Чистый долг	12 357				
Предполагаемая стоимость собственного капитала	101 879				
Целевая цена	1 200				
Потенциал роста	33%				

Источник: SberCIB Investment Research

Ограничение ответственности