ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 11

АГРОХОЛДИНГИ и пищевая промышленность

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Агрохолдинги и пищевая промышленность

https://litres.ru/74748944
SelfPub; 2026

Аннотация

Россия входит в число крупнейших экспортёров зерна, а агропромышленный комплекс стал одной из самых динамичных отраслей экономики. Эта книга знакомит инвестора с компаниями, которые производят зерно, мясо, молоко, сахар и продукты питания. Вы узнаете, как урожай и погода отражаются на финансовых результатах, как работают экспортные пошлины на зерно и почему агробизнес так зависит от сезонности, цен на удобрения и господдержки. Мы разберём вертикально интегрированные агрохолдинги, переработчиков и производителей продуктов, их долговую нагрузку, акции и облигации. Вы научитесь оценивать компании, которые кормят страну, и находить среди них надёжные вложения.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Компании, которые кормят страну 5
Глава 2. Земля как главный актив 26
Глава 3. Экономика одного гектара 47
Глава 4. Урожай, который ещё растёт 68
Глава 5. Деньги по календарю 89
Конец ознакомительного фрагмента. 107

Виталий Гурьев
Агрохолдинги и пищевая промышленность

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Компании, которые кормят страну

В конце августа Степан стоит на краю поля под Мичуринском и растирает в ладони колос. Ему сорок шесть лет, из них двадцать он работает агрономом, а последние шесть — главным агрономом отделения крупного агрохолдинга, которое обрабатывает около сорока тысяч гектаров. Зерно в ладони твёрдое и сухое, комбайны уже идут по соседнему клину, и по звуку моторов он понимает, что урожай будет неплохим. Вечером ему позвонит сестра из Москвы, и он снова не сможет внятно ответить на её вопрос, хорошая ли это новость для акций его компании. Степан знает о пшенице почти всё, но о том, как урожай превращается в прибыль и дивиденды, он знает гораздо меньше, чем ему хотелось бы.

Его младшая сестра Вера в тот же вечер стоит у длинной полки с молочными продуктами в одном из московских супермаркетов. Ей тридцать один год, она категорийный менеджер продуктовой сети и отвечает за молочную категорию: решает, какие йогурты, творог и сыры попадут на полку, по какой цене и с какой скидкой. Каждую неделю она ведёт переговоры с поставщиками и видит, как одни производители спокойно повышают цены, а другие умоляют не выводить их товар из ассортимента. У Веры есть брокерский счёт при-

мерно на восемьсот тысяч рублей, и ей давно хочется понять, стоит ли покупать облигации и акции тех самых компаний, с которыми она торгуется на работе. Вопрос брату про урожай — это её первая попытка связать то, что она видит на полке, с тем, что происходит на поле.

Возможно, вы узнаёте себя в одном из них. Кто-то из читателей работает в отрасли и видит её изнутри, но плохо понимает, как устроены финансы компаний. Кто-то каждый день покупает молоко, хлеб и курицу и замечает, как меняются цены, но никогда не думал, что за этими товарами стоят бумаги на бирже. Эта книга для обоих типов читателей. Мы пройдём путь от гектара земли до пачки масла на полке и на каждом шаге будем задавать один и тот же вопрос: где здесь деньги и что из этого может достаться инвестору.

Начнём с того, что экономисты называют агропромышленным комплексом. Под этим громоздким словосочетанием скрывается вся цепочка, которая превращает землю, воду и солнце в еду на вашем столе. В начале цепочки стоит поле, где выращивают зерно, масличные культуры, сахарную свёклу и корма. Дальше идёт ферма, где скот и птица превращают корм в мясо, молоко и яйца. После фермы сырьё попадает на перерабатывающий завод, а затем к производителю, который упаковывает продукт, ставит на него свой бренд и продаёт в магазины.

Каждое звено этой цепочки зарабатывает по-своему, и в этом главная причина, почему отрасль нельзя оценивать од-

ной меркой. Растениевод продаёт товар, цена которого складывается на мировом рынке и меняется каждый день. Животновод покупает или выращивает корм и продаёт мясо, цена которого больше зависит от внутреннего спроса. Переработчик живёт на разнице между ценой сырья и ценой продукта, а производитель продуктов под брендом зарабатывает на том, что покупатель готов заплатить за знакомую упаковку больше, чем за безымянный товар. Одна отрасль включает в себя четыре разных бизнеса.

Удобно представить себе агропромышленный комплекс как большой многоэтажный дом. На первом этаже живут растениеводы, у которых много земли, много техники и очень мало контроля над ценой своего товара. На втором этаже располагаются животноводы: свиноводческие комплексы, птицефабрики, молочные фермы. Третий этаж занимают переработчики, то есть сахарные заводы, маслоэкстракционные заводы, мясокомбинаты, молочные заводы. На верхнем этаже живут производители продуктов питания с известными брендами, и именно их товары вы видите на полке.

Мы будем возвращаться к этому дому на протяжении всей книги, потому что жильцы разных этажей ведут себя по-разному в одни и те же годы. Когда на первом этаже праздник из-за высоких цен на зерно, на втором этаже считают убытки, ведь корм подорожал. Когда переработчики радуются дешёвому сырью, растениеводы жалуются на низкие закупочные

цены. По лестнице этого дома всё время течёт поток денег, и он меняет направление в зависимости от того, какой этаж в этом году оказался в выигрыше.

Важно понимать и масштаб каждого этажа. Растениеводческих хозяйств в стране десятки тысяч, от крестьянских фермерских хозяйств на несколько сотен гектаров до холдингов с сотнями тысяч гектаров. Животноводство, напротив, сильно сконцентрировано: несколько крупнейших компаний производят значительную часть всей свинины и мяса птицы в стране. Переработка и производство продуктов занимают промежуточное положение, здесь соседствуют крупные заводы федерального масштаба и небольшие региональные предприятия, которые продают продукцию в радиусе нескольких сотен километров.

Растениеводы — компании, для которых главный актив составляет земля, а главный продукт продаётся как биржевой товар. Их выручка сильно зависит от урожая и мировых цен, поэтому прибыль может удвоиться или исчезнуть за один сезон. Животноводы связаны с растениеводами напрямую, потому что корм для них — главная статья затрат. Когда зерно дешевеет, животноводы богатеют, и наоборот, поэтому эти два этажа нередко двигаются в противофазе.

Переработчики стоят посередине и зарабатывают на спреде, то есть на разнице между ценой сырья и ценой готового продукта. Сахарный завод покупает свёклу и продаёт сахар, маслоэкстракционный завод покупает семечку подсол-

нечника и продаёт масло и шрот, молочный завод покупает сырое молоко и продаёт кефир и творог. Если спред широкий, у переработчика хороший год, даже если цены на сырьё и продукт одновременно упали. Производители продуктов под брендом зависят от сырья ещё меньше и больше похожи на компании потребительского сектора: для них важны маркетинг, отношения с торговыми сетями и привычки покупателей.

Теперь о том, что такое агрохолдинг и откуда он взялся. Агрохолдингом обычно называют группу компаний, которая объединяет несколько этажей нашего дома под одним управлением: земли, элеваторы, животноводческие комплексы, заводы, иногда собственные бренды. Крупные холдинги в России появились относительно недавно, в 2000-х годах. До этого большая часть сельскохозяйственных земель принадлежала бывшим колхозам и совхозам, которые в 1990-х годах были реорганизованы, а земля была поделена на паи между работниками.

Земельный пай — это доля в общей земле бывшего хозяйства, выраженная в гектарах, но часто без чётко выделенного участка на местности. Миллионы людей в начале 1990-х годов стали собственниками таких паёв, но у большинства не было ни техники, ни денег, ни желания обрабатывать землю самостоятельно. В течение следующих полутора десятилетий паи сдавались в аренду или продавались, а к середине 2000-х годов в сельское хозяйство пришли крупные инве-

сторы. Это были торговые компании, переработчики, а иногда и группы из совсем других отраслей, которые увидели в дешёвой земле и растущих ценах на продовольствие хорошую возможность.

Логика новых собственников была простой и во многом напоминала логику промышленника, который скупает разрозненные мастерские и строит на их месте завод. Небольшое хозяйство не может позволить себе современный комбайн, собственный элеватор и хорошего агронома, а хозяйство в сто тысяч гектаров может. Крупный масштаб позволял дешевле покупать удобрения и топливо, продавать зерно большими партиями напрямую экспортёрам и привлекать кредиты под залог земли. Так на месте сотен бывших колхозов возникли холдинги, которые управлялись из одного офиса, нередко расположенного в Москве или в областном центре.

Второй толчок развитию холдингов дало государство. В середине 2000-х годов развитие агропромышленного комплекса стало одним из национальных проектов, а затем появились многолетние государственные программы с субсидированием процентов по кредитам. Дешёвые длинные кредиты позволили строить свиноводческие комплексы и птицефабрики, закупать технику и расширять земельные банки. К концу 2000-х годов сформировалась привычная сегодня картина: несколько десятков крупных холдингов, которые обрабатывают сотни тысяч гектаров каждый, и множе-

ство средних и мелких хозяйств вокруг них. Подробно о господдержке мы поговорим в восьмой главе, здесь важно лишь понять, что отрасль выросла при активном участии государства.

Третьим событием стало продуктовое эмбарго 2014 года, которое закрыло российский рынок для многих видов продовольствия из ряда стран. Для отечественных производителей сыра, мяса, фруктов и овощей это означало резкое сокращение конкуренции с импортом. Отрасль получила несколько лет быстрого роста, а многие компании, которые раньше считались средними, стали крупными. Об эмбарго и импортозамещении мы тоже подробнее расскажем в восьмой главе.

В итоге к середине 2020-х годов Россия из крупного импортёра продовольствия превратилась в страну, которая сама обеспечивает себя большей частью основных продуктов и экспортирует зерно, растительное масло, мясо птицы, свинину и рыбу. Для инвестора это означает, что отрасль стала заметной частью экономики. Однако возникает закономерный вопрос: если отрасль такая большая и успешная, почему на бирже так мало её представителей?

Действительно, если вы откроете список акций на Московской бирже, вы найдёте там лишь несколько аграрных и пищевых компаний. Это скромная цифра по сравнению с нефтяниками, банками или металлургами. Причин здесь несколько, и каждая говорит что-то важное о самой отрасли.

Первая причина связана с собственниками. Большинство крупных агрохолдингов принадлежат одной семье или небольшой группе партнёров, которые создавали бизнес своими руками и не хотят делиться контролем. Им достаточно банковских кредитов, тем более льготных, и выход на биржу кажется им лишней сложностью: нужно раскрывать отчётность, отвечать на вопросы аналитиков, соблюдать правила корпоративного управления. Пока дешёвых кредитов хватает, мотивация продавать долю внешним инвесторам невелика.

Вторая причина заключается в сильной волатильности результатов. Аграрная компания может за год потерять половину прибыли из-за засухи или падения мировых цен, и многие собственники опасаются, что рынок будет оценивать их бизнес по худшему году. Акции компаний с такой нестабильной прибылью часто торгуются со скидкой, и собственникам кажется, что они продадут бизнес дешевле его реальной стоимости. Третья причина связана с размером: многие хозяйства и переработчики слишком малы, чтобы размещение акций было выгодным после всех расходов на подготовку.

Для частного инвестора из этого следуют два практических вывода. Во-первых, выбор акций в секторе узкий, и иногда вам придётся выбирать не лучшую компанию отрасли, а лучшую из тех, что вообще торгуются. Во-вторых, у многих аграрных акций небольшая доля в свободном обращении и скромные дневные обороты, поэтому крупную за-

явку бывает трудно исполнить без сдвига цены. Это не повод отказываться от сектора, но повод не рассчитывать на то, что вы в любой момент продадите акции по цене последней сделки. Подробнее о скидке за низкую ликвидность и малую долю акций в обращении мы поговорим в семнадцатой главе.

Совсем другая картина на рынке облигаций. Здесь аграрные и пищевые компании встречаются гораздо чаще: и крупные холдинги, и молочные комбинаты, и птицефабрики, и небольшие хозяйства, которые выпускают облигации на сотни миллионов рублей. Облигации не требуют делиться контролем, а сезонный характер бизнеса заставляет компании постоянно занимать деньги на посевную и закупку сырья. Поэтому для многих читателей этой книги первым знакомством с отраслью станут именно облигации, о которых мы подробно поговорим в восемнадцатой главе.

Прежде чем двигаться дальше, разберём самый распространённый миф об этой отрасли. Он звучит примерно так: люди едят всегда, в кризис и в хорошие времена, значит, производители еды стабильны и акции их надёжны. Это утверждение верно лишь наполовину, и та половина, которая неверна, может стоить инвестору больших денег.

Спрос на еду действительно стабилен. В кризис люди могут отказаться от новой машины или отпуска, но не от хлеба, молока и мяса. Объёмы потребления основных продуктов меняются за год на несколько процентов, а не на десятки, как продажи автомобилей или квартир. В этом смысле

отрасль действительно защитная.

Однако стабильный спрос ещё не означает стабильную прибыль. Прибыль зависит от разницы между ценой продукта и затратами, а обе эти величины у аграриев меняются очень сильно. Цена зерна за год может упасть на треть, цена удобрений может вырасти вдвое, засуха может уменьшить урожай на сорок процентов, а вспышка болезни уничтожить поголовье свиней на целом комплексе. Стабильный спрос защищает от одного вида риска, но оставляет все остальные.

Посмотрим на это на простом примере. Допустим, растениеводческая компания в хороший год собирает четыре тонны пшеницы с гектара и продаёт её по четырнадцать тысяч рублей за тонну, получая с каждого гектара выручку пятьдесят шесть тысяч рублей. Если в следующем году урожай упадёт до трёх тонн, а цена до двенадцати тысяч рублей, выручка с гектара составит тридцать шесть тысяч рублей, то есть на тридцать шесть процентов меньше. Затраты на гектар при этом почти не изменятся, ведь семена, удобрения и топливо уже куплены и потрачены. Прибыль, которая была положительной, легко превращается в убыток, хотя люди не стали есть меньше хлеба.

Сравните это с производителем йогуртов, который продаёт продукт под известной маркой. В тот же неурожайный год его главное сырьё, молоко, может подорожать на несколько процентов, а не на десятки, потому что корм составляет лишь часть затрат фермы. Производитель поднимет цену на

полке на ту же величину, и большинство покупателей этого почти не заметят. Его прибыль немного сократится, но не исчезнет. Один и тот же неурожай для одного этажа дома оказывается катастрофой, а для другого — мелкой неприятностью.

Есть и третий сценарий, о котором новички вспоминают реже всего. Иногда цены на продукты пытается сдерживать государство, особенно на социально значимые товары вроде сахара, растительного масла, хлеба и молока. Тогда даже производитель с сильным брендом не может свободно переложить рост затрат в цену, и его прибыль сжимается. Об этом ручном регулировании мы подробно поговорим в восьмой главе, а пока достаточно запомнить, что спрос в этой отрасли стабилен, но свобода ценообразования ограничена.

Поэтому правильнее говорить так: отрасль защищена от падения спроса, но не защищена от колебаний цен, погоды и затрат. Разные этажи нашего дома защищены в разной степени. Производители брендированных продуктов ближе всего к настоящим защитным компаниям, а растениеводы ближе к сырьевым. Об этом стоит помнить каждый раз, когда вы слышите слово «защитный» применительно к аграрному сектору.

Отсюда вытекает следующая важная мысль: агробизнес одновременно похож и на сырьевой сектор, и на потребительский. Сходство с сырьём проявляется в том, что зерно, масло, сахар и даже мясо — во многом однородные товары.

Тонна пшеницы третьего класса из Тамбовской области почти не отличается от такой же тонны из Ростовской, и покупатель выберет ту, что дешевле. Цены на такие товары складываются на мировом рынке, и отдельная компания на них практически не влияет.

О том, как устроены мировые рынки пшеницы, сои, сахара и других агротоваров, как погода и отчёты об урожае двигают цены, подробно рассказано в книге «Сырьевые инвестиции» этой же серии. Здесь мы не будем повторять этот материал и сосредоточимся на компаниях. Нам важно понимать, что цена продукта для растениевода и переработчика задаётся извне, а компания может управлять только объёмом производства и затратами.

Сходство с потребительским сектором проявляется ближе к полке. Пакет молока известной марки стоит дороже, чем безымянный пакет того же объёма, и покупатель готов платить эту разницу за привычку и доверие. Производитель брендированных продуктов может повышать цены вслед за затратами, а иногда и опережать их. Его прибыль меньше зависит от урожая и мировых рынков и больше от маркетинга, ассортимента и отношений с торговыми сетями.

Для инвестора это означает, что первым делом нужно понять, на каком этаже живёт компания. Если её выручка по большей части состоит из зерна, масла и сахара, оценивать её нужно как сырьевую компанию, помня о цикличности. Если основную выручку дают молочные продукты, колбасы и

полуфабрикаты под собственными брендами, к ней можно подходить ближе к потребительскому сектору. Большинство реальных агрохолдингов занимают сразу несколько этажей, и тогда приходится разбирать бизнес по частям.

Чтобы рассуждения не оставались абстрактными, на протяжении всей книги мы будем пользоваться условным примером. Назовём нашу компанию «Цнинский агрохолдинг», по имени реки Цны, которая течёт через Тамбовскую область. Это вымышленная компания, её цифры придуманы для иллюстрации, но они близки к тому, что можно увидеть у реальных холдингов среднего размера. Именно в этой компании работает Степан.

Земельный банк «Цнинского агрохолдинга» составляет триста двадцать тысяч гектаров в Тамбовской, Липецкой и Воронежской областях. Шестьдесят процентов этой земли, то есть сто девяносто две тысячи гектаров, принадлежат компании на праве собственности, остальные сто двадцать восемь тысяч гектаров арендованы. Компания выращивает пшеницу, ячмень, кукурузу, подсолнечник, сахарную свёклу и сою. Кроме полей, у неё есть три сахарных завода, один маслоэкстракционный завод и несколько свиноводческих комплексов, которые производят около двухсот тысяч тонн свинины в живом весе в год.

Почему мы поселили компанию именно в Черноземье? Тамбовская, Липецкая и Воронежская области лежат в зоне плодородных чернозёмов, где много солнца и обычно хвата-

ет влаги для устойчивых урожаев. Здесь исторически выращивали сахарную свёклу и зерно, здесь много сахарных заводов и элеваторов, а до черноморских портов несколько сотен километров по железной дороге. Многие крупные агрохолдинги страны начинали именно в этом регионе, поэтому наш условный пример получился типичным, а не экзотическим.

Годовая выручка «Цнинского агрохолдинга» составляет сто двадцать миллиардов рублей. Из них около тридцати миллиардов даёт продажа зерна и других культур сторонним покупателям, двадцать пять миллиардов приходится на сахар, двадцать миллиардов на растительное масло и шрот, сорок пять миллиардов на свинину. Показатель EBITDA, то есть прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации, составляет восемнадцать миллиардов рублей, или пятнадцать процентов выручки. Растениеводство и свиноводство дают по шесть миллиардов, сахарный сегмент четыре миллиарда, масложировой два миллиарда.

Чистый долг компании равен сорока пяти миллиардам рублей, то есть двум с половиной годовым EBITDA. Из этого долга тридцать миллиардов получены по льготным государственным программам под небольшой процент, а пятнадцать миллиардов — обычные банковские кредиты и облигации. Чистая прибыль компании за год составляет восемь миллиардов рублей. Акции торгуются на бирже, всего их сто миллионов штук, а цена одной акции шестьсот рублей, так

что рынок оценивает весь капитал компании в шестьдесят миллиардов рублей.

Компания платит дивиденды в размере половины чистой прибыли, то есть четыре миллиарда рублей, или сорок рублей на акцию. При цене шестьсот рублей это даёт дивидендную доходность около шести и семи десятых процента. Основной собственник владеет восемьюдесятью процентами акций, а оставшиеся двадцать процентов находятся в свободном обращении. Эти цифры будут встречаться во многих главах, и каждый раз мы будем смотреть на них с новой стороны.

Степан купил пятьсот акций своей компании несколько лет назад, вложив около трёхсот тысяч рублей. Ещё девятьсот тысяч лежат у него на банковском вкладе. Ему кажется, что раз он видит поля компании своими глазами, он знает о ней больше любого аналитика. В следующих главах мы проверим, насколько это верно, и увидим, что знание поля и знание финансов — две разные вещи.

Теперь посмотрим, кто вообще покупает бумаги аграрных компаний и чем рискует каждый из этих покупателей. На практике можно выделить три типичных портрета, и, скорее всего, вы найдёте себя в одном из них.

Первый портрет — осторожный покупатель облигаций. Это человек, которому важен предсказуемый купон, и он выбирает облигации молочного комбината или птицефабрики, потому что их доходность выше, чем у государственных об-

лигаций. Такой инвестор рискует тем, что недооценит сезонность долга и особенности отрасли, о которых мы будем говорить в пятой и восемнадцатой главах. Его главная задача — не попасть на эмитента, который не сможет расплатиться после неурожайного года.

Второй портрет — охотник за дивидендами. Он смотрит на дивидендную доходность и покупает акции агрохолдинга, когда она выглядит привлекательно. Его риск в том, что дивиденды аграриев сильно зависят от урожая и цен, и высокая доходность прошлого года может оказаться разовой. Ему предстоит научиться отличать устойчивую прибыль от удачного сезона.

Третий портрет — инсайдер по профессии, как Степан или Вера. Это люди, которые работают в отрасли или рядом с ней и считают, что понимают её лучше других. Их преимущество реальное: они видят урожай, цены, настроение поставщиков и покупателей раньше, чем это попадёт в отчётность. Однако их риск тоже реален, потому что близость к отрасли создаёт ложное чувство уверенности и мешает трезво оценивать цену бумаг. Вдобавок у таких людей и зарплата, и сбережения часто оказываются связаны с одной и той же отраслью, а иногда и с одной компанией.

Вера, кстати, узнала себя сразу в двух портретах. Ей нравится предсказуемость облигаций, но работа в продуктовой сети даёт ей ощущение, что она знает молочных производителей лучше рынка. Она видит, у кого растут продажи,

кто просит отсрочку по поставкам, кто первым приходит с просьбой повысить цену. Позже мы увидим, как эти наблюдения могут помочь в анализе и в какой момент они перестают быть преимуществом.

Есть у всех трёх портретов и общая слабость, которую стоит назвать сразу. Почти никто из начинающих инвесторов не думает о том, в какой момент сельскохозяйственного года он покупает бумагу. Купить акции агрохолдинга в июне, когда рынок ждёт рекордного урожая, и купить их же в ноябре, когда урожай собран и продан по низкой цене, — две совершенно разные сделки. Сезонность пронизывает всю отрасль, от денежных потоков до настроений рынка, и мы будем возвращаться к ней снова и снова.

Каждому из этих портретов нужны одни и те же базовые знания. Нужно понимать, на каком этаже дома живёт компания, откуда приходят её деньги, от чего зависят затраты, как учитывать сезонность и господдержку, как читать отчётность и как оценивать бумаги. Для этого и написана книга, и её структура повторяет этот путь.

Мы начнём с земли, потому что именно она остаётся главным активом большинства агрохолдингов, и во второй главе разберём, как устроены земельные банки и сколько стоит гектар. В третьей главе посчитаем экономику одного гектара и увидим, почему урожайность так сильно влияет на прибыль. Четвёртая и пятая главы посвящены двум особенностям, которые сбивают с толку новичков: учёту растущего

урожая в отчётности и сезонному движению денег. Шестая глава расскажет о пути зерна от поля до порта, седьмая об экспортных пошлинах, восьмая о роли государства.

Затем мы поднимемся по этажам дома. В девятой главе речь пойдёт о сахаре и растительном масле, в десятой о свинине и курице, в одиннадцатой о молоке и сыре, в двенадцатой о рыбе и морских фермах, в тринадцатой о производителях брендированных продуктов. Четырнадцатая глава объяснит, зачем компании объединяют несколько этажей под одной крышей, а пятнадцатая — какие катастрофы ждут аграриев и как от них защищаются.

Последняя часть книги посвящена практической работе инвестора. В шестнадцатой главе мы разберём отчётность агрохолдинга, в семнадцатой научимся оценивать его акции, в восемнадцатой разберём облигации аграриев, в девятнадцатой соберём всё это в портфель. Двадцатая глава посвящена будущему отрасли и вашему личному маршруту в ней.

У этой отрасли есть одно приятное свойство, которого нет у нефтяников или банков. Вы ежедневно сталкиваетесь с её продукцией и можете наблюдать многое сами: как меняются цены на гречку, сахар и курицу, какие марки исчезают с полок, какие новые появляются, сколько стоит урожай на рынке у дома. Эти бытовые наблюдения не заменяют анализа отчётности, но помогают задавать правильные вопросы. Если сахар в магазине за год подешевел, стоит проверить, как это отразилось на сахарном сегменте компании, которую вы рас-

сматриваете.

У этого же свойства есть оборотная сторона. Бытовые наблюдения легко принять за знание, хотя они охватывают лишь один магазин, один город и один момент времени. Цена курицы в вашем районе может расти, пока оптовые цены по стране падают, и наоборот. Поэтому мы будем учиться сочетать наблюдения с цифрами из отчётности и отраслевой статистики.

Важная оговорка, которую стоит сделать сразу. Все компании в примерах этой книги вымышлены, а их цифры условны. Реальные российские агрохолдинги, переработчики и производители продуктов мы по названиям не упоминаем, потому что задача книги — научить вас думать, а не советовать конкретные бумаги. Цены, ставки пошлин и правила господдержки приводятся для иллюстрации и могут измениться к моменту, когда вы читаете эти строки, поэтому перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами.

Анализ любой аграрной компании начинается с трёх простых вопросов. На каком этаже дома она живёт и что продаёт? Кто задаёт цену её продукции: мировой рынок, внутренний рынок или сама компания? Что составляет её главный актив: земля, поголовье, заводы или бренд? Ответив на эти вопросы, вы уже поймёте, какие риски стоит изучать в первую очередь и какие главы этой книги окажутся для вас самыми важными.

Попробуем применить эти вопросы к «Цнинскому агрохолдингу». Компания живёт сразу на трёх этажах дома: на первом, где выращивает зерно и свёклу, на втором, где откармливает свиней, и на третьем, где перерабатывает свёклу в сахар, а подсолнечник в масло. Брендов, которые покупатели узнают на полке, у неё почти нет, поэтому до верхнего этажа она не дотягивается. Цену на зерно, масло и сахар задаёт рынок, цену на свинину тоже, хотя здесь внутренние факторы важнее мировых. Главный актив компании — земля, и поэтому именно с неё мы начнём подробный разбор.

Вернёмся к вопросу Веры, с которого началась глава. Хороший урожай — хорошая новость для акций «Цнинского агрохолдинга» или нет? Ответ зависит от того, каким окажется урожай у всех остальных, какие цены сложатся в мире и в стране, какой будет ставка экспортной пошлины, сколько из этого урожая пойдёт на корм собственным свиньям. Простого ответа нет, и именно поэтому в отрасли можно заработать тому, кто разберётся в деталях.

Степан в тот вечер так и ответил сестре: урожай хороший, но что будет с акциями, он не знает. Вера предложила разобраться вместе, по шагу за раз, начиная с самого простого. Брат пообещал рассказать ей, как устроены земли компании, а она взялась найти в отчёте холдинга, сколько этих земель на самом деле принадлежит компании. Так началась их общая работа, за которой мы будем следить на протяжении книги.

Аграрный сектор состоит из нескольких очень разных бизнесов, объединённых общей цепочкой от поля до полки. Он стабилен по спросу, но нестабилен по прибыли, похож и на сырьевой, и на потребительский сектор, редко представлен на рынке акций и гораздо чаще на рынке облигаций. Отрасль сильно выросла за последние двадцать лет благодаря дешёвой земле, господдержке и импортозамещению, и сегодня в ней есть и надёжные заёмщики, и рискованные истории. В следующей главе мы спустимся на первый этаж нашего дома и поговорим о том, с чего начинается любой агрохолдинг, — о земле.

Глава 2. Земля как главный актив

В начале октября, когда уборка закончилась и озимые уже взошли, Степан объезжает сёла своего отделения. В багажнике у него ведомости и коробка с калькулятором, а в каждом селе его ждут пайщики, то есть люди, чьи земельные доли холдинг берёт в аренду. Антонине Петровне семьдесят два года, ей принадлежат два пая общей площадью около девятнадцати гектаров, которые достались от родителей и от мужа. Каждую осень холдинг привозит ей зерно для кур, мешки сахара и немного денег, а она каждую осень спрашивает Степана, не продешевила ли она. В этом году вопрос звучит серьёзнее: соседний фермер предложил купить её доли, и она не понимает, сколько на самом деле стоит её земля.

Степан не знает точного ответа, хотя проработал на этих полях двадцать лет. Он знает, сколько тонн пшеницы даёт каждое поле, где весной стоит вода, а где первым пересыхает почва. Однако во что эти поля оценены в отчётности компании и сколько за них дал бы покупатель, ему никто не объяснял. Вера, которой он рассказал эту историю по телефону, пообещала выяснить, как земля отражается в отчёте «Цнинского агрохолдинга». В этой главе мы пройдём их путь вместе и разберёмся, почему земля — главный актив большинства агрохолдингов и как инвестору её оценивать.

Начнём с простой бытовой аналогии, понятной любому

горожанину. Земля для агрохолдинга — то же самое, что квартира для человека, который сдаёт её в аренду. Квартира может принадлежать вам, а может быть снята у хозяина и пересдана другим людям. В первом случае вы владеете активом, который со временем может подорожать, и ваш доход не зависит от прихоти хозяина. Во втором случае вам не нужно вкладывать большие деньги в покупку, но вы зависите от условий договора и рискуете однажды лишиться жилья.

Земельный банк — так в отрасли называют всю землю, которую обрабатывает компания, независимо от того, на каком праве она ей досталась. В отчётах и презентациях агрохолдингов эта цифра обычно стоит на первом слайде: сто тысяч гектаров, триста тысяч, миллион. Для инвестора важна не только общая площадь, но и её структура, то есть какая часть принадлежит компании, какая взята в долгосрочную аренду, а какая находится в непрочном положении. От этой структуры зависят и устойчивость бизнеса, и стоимость компании.

Первая категория — земля в собственности. Компания купила участки, зарегистрировала право собственности, и они числятся у неё на балансе как основные средства. Такую землю нельзя потерять из-за окончания договора аренды, её можно заложить банку, её стоимость со временем обычно растёт вместе с ценами на продовольствие. Однако покупка земли требует больших денег, которые могли бы пойти на технику, удобрения или животноводство.

Вторая категория земель — долгосрочная аренда. Компания заключает договор с собственником участка на десять, двадцать или даже сорок девять лет, что является предельным сроком аренды земель сельскохозяйственного назначения по закону. Арендатор платит ежегодную плату деньгами, зерном или услугами, а взамен получает право обрабатывать землю. Долгосрочный договор, зарегистрированный в государственном реестре, даёт компании почти такую же уверенность, как собственность, хотя и не позволяет получить выгоду от роста цены земли.

Третья категория — паевые земли, и именно с ними работает Степан. Как мы говорили в первой главе, в начале 1990-х годов земли колхозов и совхозов были поделены на доли между работниками. Многие доли до сих пор не выделены в отдельные участки с границами на местности, а числятся как доли в праве общей собственности на большой массив. Чтобы взять такую землю в аренду, компании нужно договориться с десятками и сотнями владельцев, а иногда провести общее собрание дольщиков.

Работа с пайщиками — отдельное искусство, и от него зависит устойчивость земельного банка. Арендная плата за пай в Черноземье часто выдаётся натурой: несколько центнеров зерна, мешок сахара, вспашка огорода, доставка сена. Для пожилых жителей сёл такая плата удобнее денег, а для компании она дешевле, потому что зерно и сахар она производит сама. Если отношения с пайщиками портятся, они могут

уйти к конкуренту, и холдинг потеряет участок посреди своего массива.

Есть у паевых земель и особая история с невостребованными долями. Часть пайщиков в 1990-х годах так и не оформила свои права, уехала из села или умерла, не оставив наследников, которые бы этими долями занялись. Закон позволил муниципалитетам через суд признавать такие доли муниципальной собственностью, а затем продавать или сдавать их. Для холдингов это стало ещё одним источником земли, но и источником споров, когда через несколько лет объявлялись наследники с претензиями.

Арендная плата за паи со временем тоже меняется. В сёлах, где работают несколько крупных компаний и фермеров, идёт настоящая конкуренция за пайщиков, и плата растёт: к зерну и сахару добавляются деньги, помощь с ремонтом дома, вывоз угля и дров. Если соседний холдинг предлагает пайщикам больше, компания должна либо поднять плату, либо смириться с потерей части полей. Для инвестора рост арендной платы — признак того, что земля в регионе дорожает и что борьба за неё обостряется.

Отдельная проблема — короткие и незарегистрированные договоры. Некоторые компании, особенно быстро растущие, обрабатывают часть земель по договорам на год или на несколько лет, а иногда и вовсе без оформленного договора, по устной договорённости с пайщиками. Такая земля может исчезнуть из земельного банка в любой момент, и её

стоит мысленно вычитать из общей цифры. Когда компания хвастается сотнями тысяч гектаров, первый вопрос инвестора должен звучать так: сколько из них на прочном праве.

Посмотрим, как это выглядит у «Цнинского агрохолдинга». Из трёхсот двадцати тысяч гектаров его земельного банка сто девяносто две тысячи гектаров принадлежат компании, а сто двадцать восемь тысяч взяты в аренду. Предположим, что из арендованной земли сто тысяч гектаров оформлены договорами на срок от десяти лет и зарегистрированы, а двадцать восемь тысяч гектаров обрабатываются по краткосрочным договорам с пайщиками. Значит, прочно закреплены за компанией двести девяносто две тысячи гектаров, или примерно девяносто один процент земельного банка. Это хороший показатель, и его стоит сравнивать с конкурентами.

Теперь о том, почему гектар гектару рознь. Огромная территория страны включает очень разные почвы и климатические условия, и стоимость земли в разных регионах может различаться в десятки раз. Лучшие земли расположены в Центральном Черноземье, на юге страны, в Поволжье и частично в Сибири, где лежат чернозёмы с толстым плодородным слоем. Нечернозёмная зона, которая занимает большую часть центра и севера европейской части страны, имеет более бедные почвы, больше осадков и меньше тепла.

Чернозём — почва с высоким содержанием гумуса, то есть органического вещества, которое накапливалось тыся-

челетиями под степной травой. Благодаря гумусу чернозём хорошо удерживает влагу и питательные вещества, и растения на нём дают высокий урожай даже при умеренных затратах на удобрения. Однако чернозём не вечен: при неправильной обработке гумус постепенно разрушается, почва выдувается ветром и смывается водой. Хорошие холдинги следят за содержанием гумуса и вкладывают в его сохранение, а плохие выжимают из земли всё в погоне за урожаем ближайших лет.

Нечернозёмные земли для зерна подходят хуже, но хорошо годятся для кормовых культур, картофеля, льна и молочного животноводства. Здесь много заброшенной пашни, которая в 1990-х годах вышла из оборота и заросла кустарником и лесом. Ввести её обратно в оборот можно, но это требует расчистки, известкования кислых почв, внесения удобрений, то есть больших вложений. Поэтому гектар в нечернозёмной зоне стоит гораздо дешевле, но дешевизна не всегда означает выгодную покупку.

Между этими двумя крайностями лежат регионы со своим характером. В Поволжье и на Южном Урале много чернозёмов, но осадков меньше, и засушливые годы случаются чаще, чем в Черноземье. В Западной Сибири земли богатые, а пашня дешёвая, но до морских портов тысячи километров, и зерно приходится продавать на внутреннем рынке или везти далеко на восток и юг. Компания с землями в Сибири может собирать хорошие урожаи и при этом получать за тонну

заметно меньше, чем компания на юге, просто из-за расстояния.

Есть и третья характеристика, которая часто важнее типа почвы, — климат и надёжность увлажнения. В южных регионах тепла много, но в отдельные годы урожай губит засуха. В Сибири лето короткое, и культуры не всегда успевают созреть. Компания, которая собрала земли в одном районе с рискованным климатом, может выглядеть отлично в средний год и катастрофически в засушливый, о чём мы поговорим в пятнадцатой главе.

Сколько же на самом деле стоит один гектар пашни в Черноземье? Здесь нужно различать три разные цифры, которые новички часто путают. Первая цифра — кадастровая стоимость, которую определяет государство для расчёта земельного налога. Вторая — рыночная стоимость, то есть цена, по которой участок реально можно купить или продать. Третья — арендная плата, которая показывает, сколько собственник получает с гектара каждый год.

Кадастровая стоимость сельскохозяйственных земель обычно рассчитывается по формуле, которая учитывает качество почвы и доходность культур в регионе. Она нужна прежде всего для налога, ставка которого для сельскохозяйственных земель невысока и устанавливается муниципалитетами в пределах, которые задаёт Налоговый кодекс. Кадастровая стоимость может сильно отличаться от рыночной в обе стороны, поэтому для оценки компании она полезна

мало. Если в отчёте вы видите, что земля оценена по кадастровой стоимости, стоит отнестись к этой цифре с осторожностью.

Для понимания масштаба посчитаем условный налог. Если кадастровая стоимость гектара пашни в районе составляет, допустим, шестьдесят тысяч рублей, а местная ставка земельного налога — три десятых процента, то с каждого гектара собственник платит сто восемьдесят рублей в год. Для ста девяноста двух тысяч гектаров «Цнинского агрохолдинга» это около тридцати четырёх с половиной миллионов рублей. Сумма заметная в абсолютном выражении, но ничтожная на фоне выручки в сто двадцать миллиардов, поэтому земельный налог почти никогда не определяет экономику агрохолдинга.

Рыночная стоимость пашни в России заметно выросла за последние два десятилетия. В середине 2000-х годов, когда холдинги активно собирали земли, хороший гектар в Черноземье можно было купить за несколько тысяч или десятков тысяч рублей. К середине 2020-х годов цены на такие земли, по оценкам участников рынка, выросли многократно и в лучших районах доходят до сотен тысяч рублей за гектар. Для наших расчётов будем использовать условную рыночную цену сто пятьдесят тысяч рублей за гектар пашни в зоне работы «Цнинского агрохолдинга».

Даже при такой цене земля в России стоит в разы дешевле, чем сопоставимая по качеству земля в Европе или Северной

Америке. Причин здесь несколько: ниже урожайность, дороже кредиты, хуже инфраструктура, меньше покупателей, ограничения для иностранцев. Некоторые инвесторы видят в этой разнице потенциал роста, ведь по мере развития отрасли и снижения ставок цена земли может подтянуться к мировым уровням. Другие считают, что разница отражает реальные риски и никуда не денется. Истина, как обычно, где-то посередине.

Арендная плата — самый надёжный индикатор доходности земли. Если гектар можно сдать в аренду за четыре тысячи рублей в год, а купить за сто пятьдесят тысяч, то доходность владения землёй через аренду составляет около двух и семи десятых процента годовых. Это меньше, чем дают вклады и облигации при большинстве уровней ключевой ставки, и поэтому покупка земли редко окупается за счёт одной аренды. Владельцы земли рассчитывают прежде всего на рост её цены, а компании покупают землю ради прочности бизнеса, а не ради арендной доходности.

Посчитаем, во что обходится «Цнинскому агрохолдингу» арендованная земля. Сто двадцать восемь тысяч гектаров при плате четыре тысячи рублей за гектар дают ежегодный расход около пятисот двенадцати миллионов рублей. Если бы компания захотела выкупить всю эту землю по условной рыночной цене, ей понадобилось бы девятнадцать целых и две десятых миллиарда рублей. Это почти половина её нынешнего чистого долга, и на такую покупку пришлось бы за-

нимать деньги под процент гораздо выше двух и семи десятых процента. Поэтому выкуп арендованной земли имеет смысл только тогда, когда есть риск её потерять или когда земля продаётся дешевле обычного.

Теперь о правилах, которые ограничивают оборот сельскохозяйственных земель. Главный закон здесь — закон об обороте земель сельскохозяйственного назначения, принятый в 2002 году. Он устанавливает несколько ограничений, которые прямо влияют на стоимость агрохолдингов. Как и любые правовые нормы, эти правила могут меняться, поэтому перед решениями стоит сверяться с актуальной редакцией.

Первое ограничение касается иностранных владельцев. Иностранные граждане, лица без гражданства и компании, в капитале которых доля иностранного участия превышает половину, не могут владеть землями сельскохозяйственного назначения, а могут их только арендовать. Для агрохолдингов с иностранными акционерами это означает, что структура владения землёй должна быть выстроена аккуратно, иначе право собственности может быть оспорено. Инвестору стоит обратить внимание на то, кто стоит в конце цепочки владения компанией.

Второе ограничение связано с преимущественным правом покупки. Если собственник продаёт земельный участок сельскохозяйственного назначения, субъект Федерации или в установленных законом случаях муниципальное образо-

вание имеют право купить его первыми по цене, за которую участок продаётся. На практике власти редко пользуются этим правом, но процедура уведомления удлиняет сделку. Для долей в общей собственности действуют свои правила: продать долю постороннему без выделения участка нельзя, а другие участники долевой собственности или арендатор имеют приоритет.

Третье ограничение — предельная доля земли в руках одного собственника. Регионы вправе устанавливать максимальную площадь сельскохозяйственных угодий, которая может находиться в собственности одного лица в пределах муниципального района, и закон не позволяет делать её ниже десяти процентов. На практике это ограничение редко мешает крупным холдингам, потому что они распределяют земли между несколькими юридическими лицами и районами. Однако в отдельных районах, где холдинг уже доминирует, оно может затормозить дальнейший рост.

Четвёртое правило — обязанность использовать землю по назначению. Если участок сельскохозяйственного назначения долго не обрабатывается, власти могут начать процедуру изъятия. Для холдингов, которые обрабатывают свои земли, это не проблема, но для спекулянтов, купивших землю в расчёте на рост цены, это реальный риск. Иногда это правило становится поводом для покупки заброшенных участков у прежних владельцев, которые не хотят ими заниматься.

Теперь понятно, почему сбор земельного банка — дол-

гое и дорогое дело. Чтобы получить единый массив в десять тысяч гектаров, удобный для работы большой техники, компании нужно договориться с сотнями пайщиков, провести межевание, выделить участки, зарегистрировать права. Некоторые собственники отказываются продавать или сдавать землю, и тогда посреди массива остаются чужие клочки, которые мешают севообороту и работе техники. Юристы и кадастровые инженеры работают годами, а расходы на оформление иногда сопоставимы с ценой самой земли.

Есть и более быстрый путь — покупка готового хозяйства вместе с землями и договорами аренды. Именно так росло большинство крупных холдингов в 2000-х и 2010-х годах: они покупали бывшие колхозы, обанкротившиеся хозяйства, соседних фермеров. Покупатель получает сразу и землю, и технику, и людей, но вместе с ними и накопленные проблемы: долги, неоформленные права, конфликты с пайщиками. После таких сделок компании часто несколько лет приводят в порядок документы, и в этот период их земельный банк может неожиданно сократиться.

Для инвестора важно различать рост земельного банка за счёт покупок и органический рост. Если компания за год увеличила площадь на пятьдесят тысяч гектаров, стоит выяснить, сколько она за это заплатила и какого качества эти земли. Покупка заброшенных земель в нечернозёмной зоне по низкой цене может обернуться годами вложений без отдачи. Покупка хороших черноземов у соседа по высокой це-

не может окупиться быстрее, если земли примыкают к уже существующим массивам и не требуют новой инфраструктуры.

Перейдём к характеристикам, которые определяют качество конкретного участка. Главная из них — бонитет, то есть балльная оценка почвы. Бонитет показывает относительное плодородие участка по сравнению с эталоном: чем выше балл, тем больше урожай при прочих равных. Лучшие черноземы имеют высокие баллы, а бедные подзолистые почвы и солонцы — низкие.

Вторая важная характеристика участка — рельеф. Ровные поля удобнее для большой техники и меньше страдают от эрозии, а склоны требуют специальных приёмов обработки и часто дают меньший урожай. Поля в низинах лучше увлажнены в засуху, но страдают от застоя воды весной и от заморозков. Агроном вроде Степана знает каждую такую особенность и учитывает её при планировании посевов, но в отчётах компании эти детали почти никогда не раскрываются.

Третья характеристика — удалённость от инфраструктуры. Зерно нужно везти на элеватор, а затем на железнодорожную станцию или в порт, и каждый лишний десяток километров увеличивает затраты. Поле в сорока километрах от элеватора приносит меньше денег, чем такое же поле в пяти километрах, даже при одинаковом урожае. Подробно о логистике зерна мы поговорим в шестой главе, а здесь отметим, что расположение земельного банка относительно эле-

ваторов, станций и портов прямо влияет на его стоимость.

Особую ценность имеют орошаемые земли. Там, где компания построила или восстановила оросительные системы, урожай почти не зависит от осадков, а на поле можно выращивать дорогие культуры: овощи, сою, кукурузу на зерно, семенной материал. Гектар с поливом стоит гораздо дороже обычного, но и вложения в него велики: насосные станции, трубы, дождевальные машины, электроэнергия. Если в отчёте компании упоминается доля орошаемых земель, стоит обратить на неё внимание, потому что она снижает погодный риск именно в тех регионах, где он выше всего.

Четвёртая характеристика земельного банка — компактность. Сто тысяч гектаров, собранные в несколько больших массивов, обрабатывать гораздо дешевле, чем те же сто тысяч гектаров, разбросанные мелкими участками по нескольким регионам. Техника тратит меньше времени на переезды, легче организовать охрану, ремонт, хранение. С другой стороны, слишком компактный земельный банк уязвим для местной засухи или града, поэтому идеальная структура — несколько крупных массивов в разных климатических зонах.

Теперь о том, как земля отражается в отчётности. По международным стандартам финансовой отчётности земля учитывается в составе основных средств. Большинство российских агрохолдингов отражают её по первоначальной стоимости, то есть по цене, за которую она была куплена. Земля не амортизируется, потому что её срок службы считается

неограниченным, и её балансовая стоимость годами остаётся неизменной.

Отсюда возникает интересный эффект, который называют скрытым резервом. Допустим, «Цнинский агрохолдинг» собирал свою землю в собственности в середине 2000-х и начале 2010-х годов и в среднем платил сорок тысяч рублей за гектар с учётом расходов на оформление. Тогда сто девяносто две тысячи гектаров стоят на балансе около семи целых и семи десятых миллиарда рублей. По условной рыночной цене сто пятьдесят тысяч рублей за гектар эта же земля стоит двадцать восемь целых и восемь десятых миллиарда рублей. Разница в двадцать один миллиард рублей нигде в балансе не видна, но она реально существует.

Двадцать один миллиард рублей — это больше трети рыночной капитализации «Цнинского агрохолдинга», которая, как мы помним из первой главы, составляет шестьдесят миллиардов. Значит, покупая акции, инвестор частично покупает землю, которая в отчётности стоит гораздо дешевле, чем на рынке. Это не означает, что акции автоматически недооценены, но означает, что балансовая стоимость компании может сильно занижать её реальные активы. О том, как учитывать землю при оценке компании, мы поговорим в семнадцатой главе.

Некоторые компании используют модель переоценки и регулярно пересчитывают стоимость земли по рыночным ценам. В этом случае скрытого резерва нет, но появляются дру-

гие вопросы: кто и как оценивал землю, насколько эти оценки реалистичны, не завышены ли они ради красивого баланса перед размещением облигаций. Если компания резко переоценила землю незадолго до выпуска облигаций или продажи акций, стоит насторожиться. Независимая оценка, проведённая известным оценщиком, вызывает больше доверия, чем внутренняя.

У земли в собственности есть ещё одно практическое достоинство, которое трудно разглядеть в отчёте. Её можно предложить банку в залог, и под такой залог компания получает кредиты на лучших условиях. Холдинг с большой долей собственной земли легче переживает неурожайный год, потому что банки охотнее продлевают ему кредиты. В проспектах облигаций иногда прямо указывается, какая часть земель находится в залоге, и чем больше эта часть, тем меньше у компании резерва на трудные времена.

Арендованная земля в отчётности тоже видна, хотя и иначе. Долгосрочные договоры аренды по действующим стандартам отражаются в балансе как право пользования активом и соответствующее обязательство по аренде. Это увеличивает и активы, и долг компании, и при расчёте долговой нагрузки стоит понимать, включены ли арендные обязательства в цифру долга. Краткосрочные договоры и договоры с оплатой натурой часто в баланс не попадают вовсе.

Перейдём к самой распространённой ошибке, которую совершают новички при анализе агрохолдингов. Она звучит

так: чем больше гектаров, тем лучше компания. Эта логика понятна, ведь земля — главный актив, а размер даёт преимущества при закупках и продажах. Однако размер земельного банка сам по себе ничего не говорит о прибыльности.

Представьте себе две условные компании. Первая обрабатывает пятьсот тысяч гектаров, из которых половина находится в засушливом регионе и треть — по краткосрочным договорам, а средняя урожайность пшеницы составляет две с половиной тонны с гектара. Вторая обрабатывает двести тысяч гектаров чернозёмов, почти все в собственности или долгосрочной аренде, с урожайностью около пяти тонн. Вторая компания соберёт миллион тонн зерна с меньшей площади, а первая — миллион двести пятьдесят тысяч тонн, но с гораздо большими затратами на технику, людей и логистику. Прибыль на гектар у второй компании будет в разы выше, и её земельный банк ценнее, хотя он меньше в два с половиной раза.

Похожая ошибка — считать, что рост земельного банка всегда хорош. Компания, которая быстро скупает земли, может делать это в ущерб эффективности: покупать дорого, обрабатывать плохо, растягивать технику и людей на слишком большую площадь. Иногда стремительный рост земельного банка финансируется долгом, и тогда первый же неурожайный год ставит компанию в трудное положение. Лучше медленный рост с высоким качеством земель, чем быстрый рост любой ценой.

Встречается и противоположная крайность: инвестор считает землю настолько надёжной защитой, что готов платить за акции любую цену. Логика проста: земля не исчезнет, еда нужна всегда, значит, вложения в агрохолдинг подобны вложениям в недвижимость. Однако миноритарный акционер не может прийти и забрать свою долю гектаров, он владеет лишь правом на часть прибыли и дивидендов. Если компания годами работает в убыток или основной акционер распоряжается землёй в своих интересах, рыночная цена гектаров мало поможет держателю акций.

Ещё одна ловушка — путать посевную площадь с земельным банком. Не вся земля в земельном банке ежегодно засевается: часть может быть под парами, то есть отдыхать, часть занята пастбищами и сенокосами, часть ещё не введена в оборот после покупки. Если компания сообщает о трёхстах тысячах гектаров земельного банка и двухстах пятидесяти тысячах гектаров посевов, разница в пятьдесят тысяч гектаров — это земля, которая в этом году денег не принесёт. Соотношение посевной площади и земельного банка — один из простых индикаторов эффективности.

Какие же вопросы о земельном банке стоит задать, читая отчёт или презентацию агрохолдинга? Первый вопрос — общая площадь и её структура: сколько в собственности, сколько в долгосрочной аренде, сколько на краткосрочных договорах. Второй вопрос — география: в каких регионах расположены земли, насколько разнообразен климат, близко ли

они к элеваторам и портам. Третий вопрос — посевная площадь и её доля в земельном банке.

Четвёртый вопрос — динамика земельного банка за несколько лет и способ его роста. Если компания покупает земли, стоит узнать среднюю цену покупки и сравнить её с рыночной. Пятый вопрос — учёт земли в отчётности: по первоначальной стоимости или с переоценкой, и если с переоценкой, то кто её проводил. Шестой вопрос — урожайность основных культур на землях компании по сравнению со средними цифрами по региону, о чём мы подробно поговорим в третьей главе.

Многие компании раскрывают эти данные в годовых отчётах, презентациях для инвесторов и проспектах облигаций. Если компания не раскрывает структуру земельного банка, это само по себе тревожный сигнал. Земля для агрохолдинга — то же самое, что запасы нефти для нефтяной компании, и скрывать её характеристики имеет смысл только тогда, когда они не очень хороши.

Вернёмся к Антонине Петровне и её вопросу. Вера нашла в отчёте «Цнинского агрохолдинга» раздел об основных средствах и рассказала брату, что земля компании учтена по цене покупки, в среднем около сорока тысяч рублей за гектар. Степан сравнил эту цифру с тем, что предлагал соседний фермер, — около ста пятидесяти тысяч за гектар, то есть почти два миллиона восемьсот пятьдесят тысяч рублей за девятнадцать гектаров. Он посоветовал пожилой пайщице не

торопиться и обсудить с холдингом, готов ли тот выкупить её доли или продлить аренду на лучших условиях. Для компании эти девятнадцать гектаров лежат посреди большого массива, и потерять их было бы неудобно.

Для самого Степана этот разговор стал открытием. Он впервые посмотрел на поля, которые знал двадцать лет, как на актив с ценой, а не только как на источник урожая. Он понял, что часть цены его пятисот акций обеспечена землёй, которая стоит гораздо больше, чем указано в балансе. Однако он также понял, что земля сама по себе денег не приносит: её ценность определяется тем, сколько прибыли можно получить с каждого гектара. Именно этот вопрос он решил разобрать вместе с сестрой на ближайших выходных, когда будет составлять бюджет весенней посевной для своего отделения.

Вера тоже сделала для себя вывод, хотя и с другой стороны. Она поняла, что цифра «триста двадцать тысяч гектаров» на первом слайде презентации — только начало разговора. Чтобы понять, сколько стоит этот земельный банк, ей пришлось разобраться в праве собственности и аренды, качестве почв, расположении полей и способе учёта земли в балансе. Похожий разбор она теперь собиралась делать для каждой аграрной компании, которую будет рассматривать, прежде чем смотреть на её прибыль и дивиденды.

Земельный банк — фундамент любого растениеводческого бизнеса, но фундамент, который нужно уметь читать.

Важна не только площадь, но и право, на котором компания пользуется землёй, качество почв, климат, расположение и компактность. Балансовая стоимость земли часто занижает её реальную цену, и этот скрытый резерв стоит учитывать при оценке компании. Однако земля ценна прежде всего тем, что на ней можно вырастить, и в следующей главе мы посчитаем, сколько денег приносит один гектар и от чего зависит эта сумма.

Глава 3. Экономика одного гектара

В середине ноября Вера приехала к брату на выходные, и в субботу вечером они сидят на кухне над распечатанными таблицами. Степан готовит бюджет весенней посевной для своего отделения: сколько гектаров отвести под пшеницу, сколько под подсолнечник и свёклу, сколько удобрений и средств защиты растений заказать, сколько топлива понадобится технике. Центральный офис холдинга присылает ему ориентиры по ценам и требует обосновать каждую статью затрат. Вера смотрит на столбцы цифр и вдруг понимает, что перед ней та самая экономика, которая потом превращается в строчки годового отчёта. Она просит брата объяснить всё с самого начала, на примере одного гектара пшеницы.

Это хорошая идея, и мы последуем ей. Гектар — это квадрат со стороной сто метров, по площади примерно полтора стандартных футбольных поля. Для агрохолдинга гектар — это то же самое, что торговый метр для магазина или одна квартира для девелопера: базовая единица, из которой складывается весь бизнес. Если вы понимаете, сколько денег приносит и сколько стоит один гектар, вы понимаете растениеводство. Всё остальное — умножение на количество гектаров и поправки на разные культуры.

Удобно представить гектар пшеницы как маленькую пекарню на паях. Весной вы вкладываете деньги в муку, дрож-

жи, электричество и зарплату пекаря, а продаёте хлеб только через несколько месяцев. Сколько хлеба получится, заранее неизвестно, потому что печь иногда работает хуже из-за погоды. По какой цене вы продадите хлеб, тоже неизвестно, потому что цену задаёт рынок, на котором стоят тысячи таких же пекарен. Между вложением и выручкой проходит почти год, и всё это время вы несёте риск.

Начнём с затрат, потому что именно их агроном контролирует лучше всего. Первая статья затрат — семена для посева. Для пшеницы на гектар высевают около двух центнеров семян, и если хозяйство использует качественные сертифицированные семена, а не зерно из собственного амбара, затраты составляют, условно, пять тысяч рублей на гектар. Для гибридов подсолнечника и кукурузы семена дороже, а для сахарной свёклы они стоят особенно дорого и почти полностью зависят от селекционных компаний.

Вторая и, как правило, самая большая статья — удобрения. Пшеница выносит из почвы азот, фосфор и калий, и чтобы получить высокий урожай, эти вещества нужно возвращать. Для гектара пшеницы с урожайностью около четырёх тонн нужно внести несколько сотен килограммов удобрений в разных формах, и затраты на них составляют, условно, двенадцать тысяч рублей. Холдинги, которые экономят на удобрениях, получают меньший урожай и постепенно истощают почву, о чём мы говорили во второй главе.

О самих удобрениях, их видах, производителях и миро-

вых ценах подробно рассказывает книга «Химия и удобрения» этой серии. Здесь нам важно лишь одно: удобрения для агрохолдинга — покупной ресурс, цена которого зависит от мировых рынков и стоимости газа. Когда удобрения дорожают, затраты на гектар растут, даже если всё остальное осталось прежним.

Третья статья — средства защиты растений, то есть препараты против сорняков, болезней и вредителей. Поле пшеницы за сезон обрабатывают несколько раз: гербицидами против сорняков, фунгицидами против грибковых болезней, инсектицидами против вредителей. Условно эти затраты составляют шесть тысяч рублей на гектар. Значительная часть действующих веществ для таких препаратов производится за рубежом, и их цена зависит от курса рубля.

Четвёртая статья затрат — дизельное топливо. Трактор, который пашет или культивирует поле, сеялка, опрыскиватель, комбайн, грузовик, отвозящий зерно на элеватор, — все они расходуют дизельное топливо. На один гектар пшеницы за сезон уходит, условно, около шестидесяти литров дизеля, и при цене около шестидесяти пяти рублей за литр это почти четыре тысячи рублей. Если хозяйство использует технологии с минимальной обработкой почвы, расход топлива можно заметно сократить.

Пятая статья — техника, то есть амортизация тракторов и комбайнов, их ремонт и запасные части. Современный комбайн стоит десятки миллионов рублей, трактор высокой

мощности — тоже, и всё это служит несколько лет, постепенно изнашиваясь. Если разделить ежегодный износ и расходы на ремонт на количество обрабатываемых гектаров, получится, условно, семь тысяч рублей на гектар. Хозяйства со старым парком техники тратят меньше на амортизацию, но больше на ремонт и простои.

Шестая статья — зарплата механизаторов, агрономов, водителей, охраны и управленцев отделения. Сельское хозяйство давно перестало быть трудоёмким: на крупном предприятии один механизатор обслуживает сотни гектаров. Тем не менее зарплата с налогами составляет, условно, четыре тысячи рублей на гектар. В последние годы эта статья растёт быстрее остальных, потому что хороших механизаторов не хватает, о чём мы поговорим ниже.

Седьмая статья затрат — плата за землю. Для арендованных участков это арендная плата пайщикам, для собственных — земельный налог и расходы на содержание. Как мы считали во второй главе, условная арендная плата в Черноземье составляет около четырёх тысяч рублей на гектар, и мы используем эту цифру для всех земель, чтобы сравнение было честным. Даже если земля в собственности, её использование имеет цену: компания могла бы сдать её соседу.

Восьмая статья — всё остальное: страхование, хранение и сушка зерна, доставка до элеватора, агрохимические анализы, услуги сторонних подрядчиков, общехозяйственные расходы. Условно эти затраты составляют четыре тысячи руб-

лей на гектар. В сумме все восемь статей дают сорок шесть тысяч рублей на гектар пшеницы. Запомните эту цифру, потому что дальше мы будем сравнивать с ней все остальные расчёты этой главы.

Теперь перейдём к выручке с гектара. Допустим, урожайность пшеницы на полях «Цнинского агрохолдинга» составляет четыре тонны с гектара. Это хороший, но не рекордный показатель для Черноземья в нормальный год. Цену зерна на условиях франко-склад хозяйства, то есть без доставки покупателю, примем равной четырнадцати тысячам рублей за тонну без НДС. Выручка с гектара получается пятьдесят шесть тысяч рублей.

Маржа гектара равна разнице между выручкой и затратами: пятьдесят шесть тысяч минус сорок шесть тысяч дают десять тысяч рублей. Это примерно восемнадцать процентов выручки. Такая цифра кажется скромной, но умножьте её на сотни тысяч гектаров, и получатся миллиарды рублей. Если «Цнинский агрохолдинг» засевает пшеницей сто тысяч гектаров, маржа этой культуры составит один миллиард рублей до вычета налогов, процентов и общекорпоративных расходов.

Обратите внимание, что мы взяли цену зерна на складе хозяйства, а не в порту. Покупатель, будь то трейдер, мельница или комбикормовый завод, сам забирает зерно и сам оплачивает перевозку, поэтому платит меньше, чем стоит то же зерно у причала. Чем дальше хозяйство от порта или круп-

ного потребителя, тем ниже для него цена на складе. О том, из чего складывается эта разница и почему она так важна для агрохолдингов, мы подробно поговорим в шестой главе.

Здесь важно сделать оговорку о том, что это за маржа. Мы включили в затраты амортизацию техники, поэтому полученная цифра ближе к операционной прибыли, чем к EBITDA. Если бы мы считали маржу до амортизации, к десяти тысячам нужно было бы добавить большую часть затрат на технику, и результат был бы ближе к пятнадцати тысячам рублей на гектар. Разница между этими подходами важна, когда вы сравниваете показатели разных компаний, о чём мы поговорим в шестнадцатой главе.

Теперь начинается самое интересное в этом расчёте. Посмотрим, что происходит с маржей гектара, когда меняется урожайность. Предположим, весна выдалась засушливой, и урожай составил не четыре, а три и две десятых тонны с гектара, то есть на двадцать процентов меньше. Выручка упадёт до сорока четырёх тысяч восьмисот рублей. Затраты при этом почти не изменятся, ведь семена посеяны, удобрения внесены, техника отработала, пайщикам заплачено.

Маржа гектара при урожайности три и две десятых тонны составит минус тысячу двести рублей. Падение урожая на двадцать процентов превратило прибыль в убыток. Обратный пример: если урожай окажется рекордным, пять тонн с гектара, выручка составит семьдесят тысяч рублей, а маржа — двадцать четыре тысячи, почти в два с половиной раза

больше обычной. Рост урожая на двадцать пять процентов увеличил прибыль на сто сорок процентов.

Этот эффект называется операционным рычагом, и в растениеводстве он особенно силён. Почти все затраты на гектар фиксированы с момента посева: их нужно понести независимо от того, каким будет урожай. Переменные затраты, которые растут вместе с урожаем, ограничиваются сушкой, хранением и перевозкой зерна. Поэтому каждая дополнительная тонна с гектара почти целиком превращается в прибыль, а каждая потерянная тонна почти целиком превращается в убыток.

Вера сразу задала брату вопрос, который задал бы любой инвестор: значит, при неурожае можно сэкономить на удобрениях и защите? Степан объяснил, что решения о затратах принимаются весной, когда урожай ещё неизвестен. Если сэкономить на удобрениях, а год окажется хорошим, хозяйство недополучит урожай и потеряет больше, чем сэкономило. Агроном всегда выбирает между риском потратить лишнее в плохой год и риском недобрать в хороший.

Есть и вторая переменная, которая влияет на маржу так же сильно, — цена. Если урожайность останется прежней, четыре тонны, а цена упадёт с четырнадцати до двенадцати тысяч рублей за тонну, выручка составит сорок восемь тысяч рублей, а маржа — две тысячи рублей вместо десяти. Падение цены на четырнадцать процентов сократило прибыль на восемьдесят процентов. Об этом эффекте мы уже говорили

в первой главе, когда разбирали миф о защитном секторе.

Третья переменная меняется медленнее, но действует так же неумолимо, — рост затрат. Допустим, за год удобрения, топливо, запчасти и зарплаты подорожали в среднем на десять процентов, и затраты на гектар выросли с сорока шести до пятидесяти тысяч шестисот рублей. Если урожай и цена остались прежними, маржа сократится с десяти тысяч до пяти тысяч четырёхсот рублей, то есть почти вдвое. Инфляция затрат, которая в бытовом смысле кажется умеренной, для растениевода означает потерю половины прибыли, если цены на зерно не растут вслед за ней.

Можно ли защитить цену будущего урожая заранее? Отчасти это сделать можно, хотя у защиты есть своя цена. Крупные хозяйства иногда заключают с трейдерами форвардные контракты, то есть договариваются о цене будущего урожая ещё весной или летом. Это снижает риск падения цены, но лишает выгоды, если цена вырастет, а если урожай окажется меньше законтрактованного объёма, хозяйству придётся докупать зерно или платить неустойку. Большинство российских аграриев продают урожай по текущим ценам, и о том, когда выгоднее продавать сразу, а когда хранить, мы поговорим в пятой главе.

Самое неприятное для растениевода — совпадение плохого урожая и низкой цены. На первый взгляд, такое сочетание маловероятно: если урожай плохой, зерна мало, и цена должна расти. Однако цена на зерно во многом определяется

мировым рынком, а плохой урожай в одном регионе России может совпасть с хорошим урожаем в мире. В такой год хозяйство теряет и на объёме, и на цене одновременно.

Теперь поговорим о том, что в отрасли называют ножницами цен. Этим образом описывают ситуацию, когда цены на то, что аграрий продаёт, растут медленнее, чем цены на то, что он покупает. Лезвия ножниц расходятся: зерно дешевеет или стоит на месте, а удобрения, топливо, техника и запчасти дорожают. Каждый год аграрию приходится продавать больше зерна, чтобы купить те же ресурсы.

Удобный способ измерить ножницы — считать, сколько тонн зерна нужно продать, чтобы купить единицу ресурса. Допустим, тонна аммиачной селитры стоит двадцать четыре тысячи рублей, а тонна пшеницы — четырнадцать тысяч рублей. Значит, за тонну удобрения нужно отдать около одной целой и семи десятых тонны пшеницы. Если через год удобрение подорожает до тридцати тысяч рублей, а пшеница подешевеет до двенадцати тысяч, за ту же тонну селитры придётся отдать уже две с половиной тонны зерна.

Такой же расчёт можно сделать для топлива и техники. При цене шестьдесят пять рублей за литр дизеля тонна пшеницы по четырнадцать тысяч рублей покупает примерно двести пятнадцать литров. Если дизель подорожает до семидесяти пяти рублей, а пшеница останется на прежнем уровне, на тонну зерна можно будет купить только сто восемьдесят семь литров. Многие аграрии ведут такие расчёты в уме и

именно по ним чувствуют, хорош ли год, ещё до того, как бухгалтерия подведёт итоги.

Для инвестора ножницы цен — полезный опережающий индикатор. Если вы видите, что цены на удобрения и топливо растут, а цены на зерно снижаются, можно ожидать сжатия маржи растениеводов ещё до того, как компании опубликуют отчёты. Если ножницы сходятся, то есть зерно дорожает быстрее ресурсов, у растениеводов наступает хороший период. Эти данные можно найти в открытой отраслевой статистике и в обзорах аналитиков.

Пшеница — не единственная культура на полях агрохолдинга, и следующая важная тема — севооборот. Это чередование культур на одном поле по годам. Если сеять пшеницу на одном поле год за годом, почва истощается, накапливаются болезни и вредители, урожай падает. Поэтому агроном чередует культуры, и каждая из них имеет свою экономику.

Возьмём для начала подсолнечник, главную масличную культуру Черноземья. Условная урожайность в Черноземье — две с половиной тонны с гектара, цена — тридцать пять тысяч рублей за тонну. Выручка с гектара составляет восемьдесят семь тысяч пятьсот рублей. Затраты выше, чем у пшеницы, в основном из-за дорогих гибридных семян и средств защиты, условно пятьдесят тысяч рублей на гектар. Маржа получается тридцать семь тысяч пятьсот рублей, почти в четыре раза больше, чем у пшеницы.

Почему же тогда не сеять один подсолнечник? Причина

в том, что подсолнечник сильно истощает почву и иссушает её на большую глубину, а его болезни накапливаются годами. Возвращать подсолнечник на то же поле рекомендуют не раньше чем через несколько лет, иначе урожай резко падает. Поэтому доля подсолнечника в севообороте ограничена, и хорошие агрономы не превышают её даже в годы высоких цен.

Сахарная свёкла — самая доходная культура на гектар, но и самая требовательная. Условная урожайность — пятьдесят тонн корнеплодов с гектара, цена для хозяйства — четыре с половиной тысячи рублей за тонну, выручка — двести двадцать пять тысяч рублей. Затраты тоже очень высоки, условно сто пятьдесят тысяч рублей на гектар, ведь нужны дорогие семена, много удобрений, специальная техника для уборки. Маржа получается семьдесят пять тысяч рублей на гектар, но сеять свёклу имеет смысл только рядом с сахарным заводом, о чём мы подробно поговорим в девятой главе.

Кукуруза на зерно даёт высокий урожай, условно семь тонн с гектара, но продаётся дешевле пшеницы, условно двенадцать тысяч рублей за тонну. Выручка составляет восемьдесят четыре тысячи рублей. Затраты высоки, потому что кукурузу после уборки нужно сушить, а сушка требует много газа или другого топлива: условно шестьдесят пять тысяч рублей на гектар. Маржа — девятнадцать тысяч рублей, и для холдинга со свиноводством кукуруза особенно ценна как основа корма.

Соя в последние годы быстро распространяется в Черноземье и на Дальнем Востоке. Условная урожайность — две целых и две десятых тонны, цена — тридцать восемь тысяч рублей за тонну, выручка — восемьдесят три тысячи шестьсот рублей. Затраты около пятидесяти тысяч рублей, маржа — тридцать три тысячи шестьсот рублей. У сои есть ещё одно достоинство: она обогащает почву азотом благодаря бактериям на корнях, и пшеница, посеянная после неё, требует меньше удобрений.

Ячмень обычно наименее доходен из основных культур. При урожайности четыре тонны и цене двенадцать тысяч рублей за тонну выручка составит сорок восемь тысяч рублей, а при затратах около сорока двух тысяч маржа — всего шесть тысяч рублей. Ячмень сеют прежде всего для севооборота и как корм для собственного животноводства. В холдинге со свиноводческими комплексами его ценность определяется не рыночной ценой, а экономией на покупке кормов.

Сведём эти цифры вместе на примере отделения Степана, которое обрабатывает сорок тысяч гектаров. Допустим, пшеница занимает шестнадцать тысяч гектаров, подсолнечник, соя по шесть тысяч, а свёкла, кукуруза и ячмень по четыре тысячи гектаров. Пшеница даст маржу сто шестьдесят миллионов рублей, подсолнечник двести двадцать пять миллионов, соя около двухсот двух миллионов, свёкла триста миллионов, кукуруза семьдесят шесть миллионов, ячмень два-

дцать четыре миллиона. Всего получается около девятисот восьмидесяти семи миллионов рублей, или почти двадцать пять тысяч рублей на гектар.

Обратите внимание на пропорции, которые получились в этом расчёте. Пшеница занимает сорок процентов площади отделения, но приносит лишь шестнадцать процентов его маржи. Свёкла занимает десять процентов площади и приносит почти треть маржи. Если бы Степан рассуждал только о деньгах текущего года, он увеличил бы посевы свёклы и подсолнечника, но севооборот, мощность сахарного завода и риски болезней ограничивают такие решения.

Из этих примеров видно, что экономика агрохолдинга определяется не одной культурой, а всей структурой посевов. Компания, у которой треть площади занята пшеницей, а остальное делят подсолнечник, свёкла, соя и кукуруза, зарабатывает на гектар в среднем больше, чем компания, которая сеет почти одну пшеницу. Поэтому в отчётах и презентациях важно смотреть на структуру посевных площадей, а не только на общую цифру. Если доля высокомаржинальных культур растёт без нарушения севооборота, это хороший признак.

Следующее различие, которое нужно понимать, — озимые и яровые культуры. Озимую пшеницу сеют в конце лета или начале осени, она всходит, уходит под снег и продолжает расти весной. Яровые культуры, такие как яровая пшеница, ячмень, подсолнечник, кукуруза, соя, свёкла, сеют весной.

Озимые в среднем дают более высокий урожай, потому что успевают лучше использовать весеннюю влагу.

У каждого типа культур свой главный риск. Озимые рискуют погибнуть зимой: при сильных морозах без снега, при ледяной корке после оттепели, при выпревании под толстым снегом. Весной агрономы обследуют поля и оценивают, какая часть посевов перезимовала, и если гибель большая, поле приходится пересевать яровыми, что требует новых затрат. Яровые культуры рискуют прежде всего весенней засухой, когда семена не получают достаточно влаги для дружных всходов.

Для инвестора соотношение озимых и яровых — полезная информация в течение года. Весной, после схода снега, многие компании сообщают о состоянии озимых, и хорошая перезимовка повышает шансы на высокий урожай. Летом становится ясно, как развиваются яровые. Читая такие сообщения, можно уже в мае и июне получить представление о будущих результатах компании, задолго до публикации годового отчёта.

В отделении Степана озимая пшеница занимает почти всю площадь, отведённую под эту культуру, а все остальные культуры яровые. Поэтому для его отделения есть два критических момента в году: конец зимы, когда становится ясно, как перезимовали озимые, и май, когда решается судьба всходов подсолнечника, свёклы, сои и кукурузы. Если оба момента прошли благополучно, Степан начинает спать спо-

койнее, хотя до уборки ещё далеко и летняя засуха может испортить многое.

Теперь поговорим о ресурсах, которые аграрии покупают у других отраслей и от которых сильно зависят. Начнём с семенного материала, без которого не бывает урожая. Как мы уже говорили, для пшеницы и ячменя хозяйства часто используют семена отечественной селекции, а иногда и собственные. Однако для гибридов подсолнечника, кукурузы и особенно сахарной свёклы долгие годы основная часть семян поставлялась иностранными селекционными компаниями.

Зависимость от импорта семян стала заметным риском в 2020-х годах. Государство поставило задачу развивать отечественную селекцию и семеноводство и стало ограничивать ввоз семян из ряда стран с помощью квот. Для агрохолдингов это означает возможный рост цен на семена, перебои с поставками и необходимость переходить на отечественные гибриды, которые не всегда сопоставимы по урожайности. Некоторые крупные холдинги сами занялись селекцией и семеноводством, видя в этом и защиту от рисков, и новый источник дохода.

Похожая ситуация со средствами защиты растений. Многие действующие вещества для гербицидов, фунгицидов и инсектицидов производятся за рубежом, и отечественные производители часто только смешивают и фасуют их. При ослаблении рубля такие препараты дорожают, и затраты на гектар растут. Хозяйство может перейти на более дешёвые

аналоги, но иногда это оборачивается снижением эффективности защиты и потерей урожая.

Здесь у крупного холдинга есть заметное преимущество перед небольшим фермером. Холдинг закупает семена, удобрения и препараты тысячами тонн напрямую у производителей и получает скидки, которые недоступны хозяйству в несколько сотен гектаров. У него есть собственная агрохимическая лаборатория, специалисты по защите растений, возможность испытывать новые гибриды на опытных полях. В результате затраты на гектар у крупного холдинга при той же урожайности могут быть на десять–пятнадцать процентов ниже, чем у фермера, и эта разница особенно важна в годы низких цен.

Если сложить все статьи, которые прямо или косвенно зависят от курса рубля, получится заметная доля затрат на гектар: часть удобрений, большая часть средств защиты, гибридные семена, импортная техника и запчасти. Условно для пшеницы это может быть треть затрат, для свёклы и подсолнечника ещё больше. При этом цена зерна на внутреннем рынке тоже зависит от курса, потому что экспортёр получает доллары или другую валюту и пересчитывает их в рубли. Поэтому ослабление рубля для растениевода одновременно повышает и выручку, и затраты, и итоговый эффект зависит от того, что вырастет быстрее, а также от экспортной пошлины, о которой мы поговорим в седьмой главе.

Теперь о технике и людях. В 1990-х годах парк сельско-

хозяйственной техники в стране сильно сократился и постарел, и в 2000-х годах холдинги активно его обновляли, во многом за счёт импорта. Сегодня многие крупные компании работают на современных тракторах и комбайнах, но значительная часть парка в отрасли остаётся изношенной. Обновление техники требует больших вложений, и компании часто приобретают её в лизинг, механику которого мы подробно разбирали в книге «Лизинговые компании».

Для инвестора важно понимать, насколько изношен парк техники компании и сколько ей придётся вложить в его обновление в ближайшие годы. Если компания несколько лет экономила на технике, её прибыль выглядит лучше, чем есть на самом деле, ведь отложенные вложения рано или поздно придётся сделать. Признаки такой экономии — снижение капитальных затрат при росте расходов на ремонт, жалобы на поломки в уборочную, рост доли услуг сторонних подрядчиков. О капитальных затратах и их связи со свободным денежным потоком мы поговорим в шестнадцатой главе.

Вторая проблема отрасли — нехватка кадров. Работа механизатора требует навыков и выносливости: в посевную и уборочную рабочий день длится по двенадцать часов и больше, без выходных. Молодёжь уезжает из сёл в города, и средний возраст механизаторов во многих хозяйствах приближается к пятидесяти годам. Холдинги повышают зарплаты, строят жильё для работников, открывают учебные центры, но нехватка людей остаётся одной из главных забот отрасли.

Нехватка кадров толкает компании к технологиям. Точное земледелие, при котором удобрения и средства защиты вносятся с учётом особенностей каждого участка поля, позволяет экономить ресурсы. Спутниковая навигация на технике снижает перекрытия и пропуски при работе. Беспилотники обследуют посевы и вносят препараты на небольших участках. Подробнее о будущем этих технологий мы поговорим в двадцатой главе, а здесь важно, что они уже сейчас влияют на затраты на гектар.

Как инвестору оценить эффективность растениеводства по открытым данным? Первый показатель — урожайность основных культур на землях компании в сравнении со средней по регионам её присутствия. Если компания стабильно собирает на десять–двадцать процентов больше соседей, у неё есть преимущество в технологиях и управлении. Если её урожайность ниже средней, стоит выяснить почему: плохие земли, экономия на ресурсах или слабое управление.

Второй показатель — выручка и прибыль растениеводческого сегмента на гектар посевной площади. Если компания раскрывает сегментную отчётность, можно разделить EBITDA растениеводства на количество гектаров и сравнить результат с конкурентами. У «Цнинского агрохолдинга» растениеводство даёт шесть миллиардов рублей EBITDA, и если посевная площадь составляет триста тысяч гектаров, получается двадцать тысяч рублей на гектар. Это выше маржи одной пшеницы, потому что в структуре посевов есть под-

солнечник, свёкла и соя.

Третий показатель — себестоимость тонны основных культур. Некоторые компании раскрывают её, другие нет, но её можно приблизительно оценить, разделив затраты растениеводческого сегмента на объём производства. Компания с низкой себестоимостью выживает при низких ценах, когда её конкуренты работают в убыток. Это похоже на место на кривой затрат, о котором подробно рассказано в книге «Металлургия и горнодобыча»: кто дешевле производит, тот лучше переживает спады.

Четвёртый показатель — стабильность результатов во времени. Сравните урожайность и маржу компании за пять–семь лет. Если результаты сильно скачут, компания уязвима для погоды и цен; если они стабильнее, чем у конкурентов, у неё есть преимущество в диверсификации земель, культур или технологий. Для оценки акций, как мы увидим в семнадцатой главе, важна именно средняя прибыль за цикл, а не результат одного удачного года.

Стоит предостеречь и от одной ошибки, которую часто совершают инвесторы после рекордного урожая. Компания публикует отличные результаты, маржа на гектар выросла вдвое, аналитики повышают прогнозы, и кажется, что так будет и дальше. Однако рекордный урожай почти всегда объясняется удачной погодой, а погода в следующем году будет другой. Если вы видите, что прибыль выросла прежде всего за счёт урожайности, а не за счёт расширения площа-

дей, улучшения структуры посевов или снижения себестоимости, разумно считать этот год исключением, а не новой нормой.

Обратная ошибка случается после неурожая. Инвесторы видят убыток, продают акции, и цена падает ниже разумного уровня, хотя земли, техника и люди остались на месте и в следующем году при обычной погоде принесут обычную маржу. Для терпеливого инвестора такие моменты иногда становятся возможностью, но только если компания не набрала слишком много долга и способна пережить плохой сезон. Об этом мы подробно поговорим в пятой и семнадцатой главах.

Вернёмся на кухню к Степану и Вере. Вера пересчитала таблицы брата и увидела то, что Степан знал интуитивно: его отделение зарабатывает прежде всего на подсолнечнике и свёкле, а пшеница нужна для севооборота и приносит скромную маржу. Ещё она увидела, что любое изменение урожайности на несколько центнеров сильно меняет результат всего отделения. Степан признал, что каждую весну, подписывая заказ на удобрения и семена, он чувствует себя игроком, который делает крупную ставку, не зная, какая погода будет в мае.

Экономика гектара складывается из выручки, которая зависит от урожая и цены, и затрат, которые почти полностью фиксированы с момента посева. Поэтому растениеводство обладает сильным операционным рычагом: небольшие изме-

нения урожая и цен сильно меняют прибыль. Ножницы цен показывают, как меняется соотношение цен на продукцию и ресурсы, и служат опережающим индикатором для инвестора. Структура посевов, соотношение озимых и яровых, зависимость от импортных семян и препаратов, состояние техники и кадров определяют, насколько устойчива компания. В следующей главе мы увидим, как вся эта экономика отражается в отчётности и почему прибыль аграрной компании иногда появляется раньше, чем урожай собран.

Глава 4. Урожай, который ещё растёт

В конце августа Вера открывает на ноутбуке полугодовой отчёт «Цнинского агрохолдинга» по международным стандартам. Она ожидает увидеть скромные цифры, ведь брат рассказывал, что основной урожай компании убирается только в августе и сентябре, а продаётся ещё позже. Однако в отчёте за первое полугодие чистая прибыль оказалась почти вдвое выше, чем годом ранее. Вера листает примечания и находит строчку с непривычным названием: доход от переоценки биологических активов и сельскохозяйственной продукции по справедливой стоимости. Эта строчка добавила к прибыли три миллиарда рублей, хотя за этот период компания не продала ни одной тонны нового урожая.

Вера звонит брату и спрашивает, как можно заработать на пшенице, которая ещё стоит в поле. Степан честно признаётся, что никогда не слышал о таком. Для него урожай существует тогда, когда он лежит в амбаре, а деньги появляются тогда, когда зерно продано. Однако у бухгалтеров свои правила, и в этой главе мы разберёмся, почему аграрная компания может показывать прибыль раньше, чем урожай собран, и почему инвестору стоит внимательно относиться к таким цифрам.

Начнём с аналогии, которая поможет понять суть. Представьте, что вы купили молодой сад с яблонями и каждый год оцениваете его стоимость. Весной яблони только зацвели, летом на них висят зелёные плоды, осенью урожай собран. Если вас попросят оценить сад в июле, вы, скорее всего, учтёте и будущие яблоки, ведь они уже висят на ветках и с высокой вероятностью будут собраны. Именно так рассуждают международные стандарты: живой организм, который растёт и превращается в продукцию, стоит денег уже сейчас, а не только в момент продажи.

В международных стандартах финансовой отчётности есть специальный стандарт для сельского хозяйства, который вводит понятие биологического актива. Биологический актив — это живое животное или растение, которое компания выращивает для получения продукции или для продажи. Посевы пшеницы в поле, свиньи на откорме, коровы молочного стада, бройлеры в птичнике, рыба в садках морской фермы — всё это биологические активы. После того как продукция собрана, например зерно обмолочено или свинья забита, она становится сельскохозяйственной продукцией, а затем обычными запасами.

Главная особенность стандарта в том, как оцениваются биологические активы. Обычный завод отражает свою незавершённую продукцию по себестоимости, то есть по сумме понесённых затрат. Аграрная компания по международным стандартам должна отражать биологические активы по спра-

ведливой стоимости за вычетом затрат на продажу, если эту стоимость можно надёжно определить. Справедливая стоимость — это цена, по которой актив можно было бы продать на рынке в дату отчётности.

Разница между справедливой стоимостью и себестоимостью — это и есть прибыль от переоценки. Если поле пшеницы обошлось компании в сорок шесть тысяч рублей на гектар, как мы считали в третьей главе, а справедливая стоимость будущего урожая с учётом его состояния составляет пятьдесят тысяч рублей, разница в четыре тысячи рублей попадёт в отчёт о прибылях и убытках. Никаких денег компания при этом не получила, зерно не продано и даже не убрано. Прибыль существует только на бумаге, и превратится ли она в деньги, станет ясно лишь через несколько месяцев после уборки и продажи зерна.

Для начинающего инвестора это непривычно, потому что в большинстве отраслей прибыль появляется в момент продажи. Магазин отражает прибыль, когда покупатель оплатил товар на кассе, строительная компания — по мере выполнения работ по договору, банк — по мере начисления процентов. Аграрная компания по международным стандартам может отразить прибыль, когда продукция просто выросла и подорожала. Это не обман и не ошибка, а особенность правил, но её нужно знать, чтобы не попасть в ловушку.

Почему стандарт устроен именно так? Его авторы исходили из того, что для сельского хозяйства себестоимость плохо

отражает реальную ценность актива. Корова, которая стоила компании сто тысяч рублей при покупке телёнком, через три года даёт молоко и стоит гораздо дороже. Свинья на откорме каждый день прибавляет в весе и приближается к продаже. Если отражать такие активы только по затратам, отчётность будет занижать стоимость бизнеса и откладывать отражение результатов.

С этой логикой можно согласиться, но у неё есть очевидная слабость. Справедливую стоимость растущего урожая или поголовья оценивает сама компания, и эта оценка зависит от многих допущений. Бухгалтеру приходится заранее решать, какой будет урожайность, по какой цене удастся продать зерно и сколько будут стоить доставка и хранение. Небольшие изменения допущений сильно меняют результат, а проверить их до уборки урожая невозможно.

Посмотрим, как это работает на практике в течение года. Возьмём поле озимой пшеницы «Цнинского агрохолдинга». Осенью поле засеяно, и на балансе появляется биологический актив, который на этом этапе обычно отражается по понесённым затратам, ведь о будущем урожае ещё почти ничего не известно. Зимой посевы находятся под снегом, и их оценка остаётся близкой к себестоимости.

Весной картина посевов заметно меняется. Озимые перезимовали, всходы видны, агрономы оценивают густоту и состояние посевов. Однако до уборки ещё несколько месяцев, урожай подвержен риску засухи, града и болезней, поэтому

многие компании продолжают оценивать посевы по затратам, считая, что справедливую стоимость надёжно определить нельзя. Некоторые компании к отчётной дате тридцатого июня уже начинают переоценку, если урожай близок к созреванию.

Ко времени уборки урожая неопределённость исчезает. Зерно обмолочено, вес известен, качество определено лабораторией, рыночная цена видна. В этот момент стандарт требует оценить собранную продукцию по справедливой стоимости за вычетом затрат на продажу. Разница между этой оценкой и накопленными затратами на выращивание отражается в отчёте о прибылях и убытках как доход от первоначального признания сельскохозяйственной продукции.

Именно здесь кроется главный сюрприз для новичка. Прибыль от урожая признаётся в момент уборки, а не в момент продажи. Если «Цнинский агрохолдинг» собрал зерно в августе, а продал его в феврале следующего года, основная часть прибыли от этого зерна появится в отчётности за год уборки. Когда зерно будет продано, в отчёте появится выручка, но себестоимостью продаж будет справедливая стоимость на дату уборки, и прибыль от самой продажи окажется небольшой.

Давайте проследим одну тонну пшеницы через три отчётных периода, чтобы увидеть, как это выглядит в цифрах. Как мы считали в третьей главе, при урожайности четыре тонны и затратах сорок шесть тысяч рублей на гектар себе-

стоимость тонны составляет одиннадцать с половиной тысяч рублей. Допустим, в момент уборки в августе рыночная цена пшеницы на складе хозяйства — четырнадцать тысяч рублей, а затраты на продажу, то есть доставку и оформление, составляют пятьсот рублей на тонну. Справедливая стоимость за вычетом затрат на продажу равна тринадцати с половиной тысячам рублей.

В отчётности за год уборки компания признает по этой тонне доход от переоценки в размере двух тысяч рублей: тринадцать с половиной тысяч минус одиннадцать с половиной тысяч. Зерно поступает в запасы по цене тринадцать с половиной тысяч рублей. Деньги при этом пока не получены, а затраты на выращивание давно оплачены.

Теперь предположим, что компания решила подождать с продажей, и к февралю следующего года цена выросла до пятнадцати тысяч рублей. В отчётности следующего года появится выручка пятнадцать тысяч рублей, себестоимость продаж тринадцать с половиной тысяч и затраты на продажу пятьсот рублей. Прибыль от продажи составит тысячу рублей. За два года эта тонна принесла три тысячи рублей прибыли, но две трети этой суммы попали в отчётность ещё до продажи.

Если бы цена к февралю, наоборот, упала до тринадцати тысяч рублей, компания показала бы в следующем году убыток от продажи в тысячу рублей. При этом в предыдущем году она уже отчиталась о прибыли в две тысячи. Инвестор,

который купил акции после хорошего годового отчёта, мог не заметить, что часть этой прибыли так и не превратилась в деньги. Вот почему так важно понимать, из чего складывается прибыль аграрной компании.

Обратите внимание на ещё одну деталь этого примера. Решение подождать с продажей до февраля — это ставка на рост цены, и её результат проявится в отчётности следующего года. Если компания систематически придерживает урожай и в среднем выигрывает, это видно по прибыли от продаж в первом полугодии. Если же она регулярно ошибается, прибыль от уборки, признанная осенью, частично съедается убытками весной, и годовая отчётность не показывает этого так наглядно, как полугодовая.

Третий отчётный период, в который может попасть наша тонна, — полугодие следующего года. Если зерно не продано к тридцатому июня, оно числится в запасах. Запасы обычно отражаются по наименьшей из двух величин: себестоимости, которой здесь является справедливая стоимость на дату уборки, и чистой цены возможной продажи. Если цена упала, компании придётся списать часть стоимости запасов, и это тоже ударит по прибыли.

Теперь вернёмся к отчёту, который читала Вера. Три миллиарда рублей переоценки в первом полугодии, скорее всего, складываются из нескольких частей. Часть приходится на свиней на откорме, которые прибавили в весе и подорожали вместе с рыночными ценами на свинину. Часть — на посевы

озимых, которые к концу июня приблизились к уборке. Ещё часть может быть связана с ранним сбором урожая на юге, если у компании есть такие поля.

Попробуем разложить эти три миллиарда условно. Допустим, полтора миллиарда дала переоценка свиней на откорме, потому что рыночная цена живых свиней весной выросла. Ещё миллиард пришёлся на озимые, которые к концу июня налились зерном, и компания сочла возможным оценить их по ожидаемому урожаю. Оставшиеся полмиллиарда связаны с переоценкой остатков зерна прошлого урожая, которые к лету подорожали. Ни одна из этих трёх частей пока не превратилась в деньги, и каждая может измениться к концу года.

Вера задала себе правильный вопрос: какая часть этих трёх миллиардов превратится в деньги, а какая может исчезнуть к концу года? Ответ зависит от того, как изменятся цены и урожайность во втором полугодии. Если цены упадут или урожай окажется хуже ожиданий, часть переоценки будет сторнирована, то есть отменена, и годовая прибыль окажется ниже, чем можно было бы ожидать, умножив полугодовую на два. Поэтому полугодовые результаты аграриев особенно опасно экстраполировать на весь год.

Посчитаем, как это может выглядеть для запасов «Цнинского агрохолдинга». Допустим, к тридцатому июня у компании осталось двести тысяч тонн непроданного зерна прошлого урожая, учтённого по тринадцать с половиной ты-

сяч рублей за тонну. Если к этой дате цена на складе упала до двенадцати с половиной тысяч, а затраты на продажу по-прежнему пятьсот рублей, чистая цена продажи составит двенадцать тысяч. Компании придётся списать по полторы тысячи рублей с каждой тонны, то есть триста миллионов рублей. Это прямой убыток, который съест часть прибыли, признанной годом ранее при уборке.

Перейдём ко второй части разговора — о том, почему чистая прибыль аграрной компании может вводить в заблуждение. Первая причина мы уже разобрали: переоценка биологических активов отражает бумажную прибыль, которая может так и не превратиться в деньги. Вторая причина в том, что переоценка может быть отрицательной, и тогда компания показывает убыток, хотя операционно работает хорошо. В год падения цен на свинину переоценка стада окажется отрицательной, и чистая прибыль снизится, даже если компания продолжает продавать мясо с хорошей маржой.

Третья причина — неизбежная субъективность оценок. Справедливую стоимость поголовья свиней определить относительно легко, ведь есть рыночные цены на живых свиней разного веса. Справедливую стоимость молочного стада или племенного поголовья определить сложнее, потому что такие животные продаются редко. Для посевов до уборки оценка ещё более субъективна. Компании используют модели, которые учитывают ожидаемый урожай, цены и затраты до уборки, и у каждой компании эти модели свои.

Четвёртая причина связана со сравнимостью. Российские компании, которые составляют отчётность только по российским стандартам бухгалтерского учёта, отражают сельскохозяйственную продукцию и незавершённое производство по себестоимости. Если вы сравниваете компанию, отчитывающуюся по международным стандартам, с компанией, отчитывающейся по российским, их прибыль считается по-разному. Первая признаёт прибыль от урожая раньше, вторая — только при продаже. Без поправок такое сравнение может привести к ложным выводам.

Как же быть инвестору в такой ситуации? Аналитики и сами компании давно нашли выход: использовать скорректированные показатели, из которых исключено влияние переоценки. Самый распространённый из них — скорректированная EBITDA. Это прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации, из которой убраны доходы и расходы от переоценки биологических активов и сельскохозяйственной продукции. Такой показатель ближе к реальным деньгам, которые компания заработала на продаже продукции.

Скорректированная EBITDA «Цнинского агрохолдинга», о которой мы говорили в первой главе, составляет восемнадцать миллиардов рублей. В неё не входит переоценка биологических активов, которая в отчётном году составила, допустим, плюс полмиллиарда рублей. Чистая прибыль в восемь миллиардов рублей, напротив, включает эту переоценку. Значит, без переоценки прибыль составила бы около се-

ми с половиной миллиардов рублей до учёта налога на эту разницу.

Здесь от инвестора требуется особая осторожность. Скорректированные показатели компания рассчитывает сама, и иногда в корректировки попадает всё, что портит картину: списания запасов, убытки от курсовых разниц, разовые расходы. Читая такие показатели, стоит найти в отчёте расшифровку корректировок и проверить, что исключено. Если компания из года в год исключает одни и те же «разовые» расходы, они на самом деле регулярные, и их нужно учитывать.

Скорректированная EBITDA стала стандартом не случайно. Именно её аналитики используют для расчёта мультипликаторов аграрных компаний и для оценки долговой нагрузки, а банки и держатели облигаций часто прописывают её в ковенантах, то есть условиях кредитных договоров и выпусков облигаций. Если бы в расчёт входила переоценка, долговая нагрузка компании могла бы прыгать от года к году без всякой связи с реальной способностью обслуживать долг. О мультипликаторах мы поговорим в семнадцатой главе, а о ковенантах в восемнадцатой.

Второй способ — смотреть на денежный поток от операционной деятельности. Деньги не переоцениваются: если компания продала зерно и получила оплату, это видно в отчёте о движении денежных средств, а если зерно лежит на складе, денег нет. Сравнение чистой прибыли с операционным денежным потоком за несколько лет показывает, на-

сколько бумажная прибыль совпадает с реальной. Если прибыль годами растёт, а денежный поток стоит на месте, это повод для серьёзных вопросов.

Важно помнить и о сезонном характере денежного потока, о котором подробно пойдёт речь в пятой главе. В отдельные полугодия денежный поток аграрной компании может быть отрицательным даже при хорошем бизнесе, потому что деньги вложены в посевы и запасы. Поэтому сравнивать прибыль и денежный поток имеет смысл за полные годы, а ещё лучше за несколько лет подряд.

Теперь о незавершённом производстве в растениеводстве. Это затраты, которые компания уже понесла под урожай следующего года: вспашка и подготовка почвы осенью, посев озимых, внесение удобрений под будущие культуры. На тридцать первое декабря такие затраты числятся на балансе как актив, хотя никакой продукции ещё нет. В крупном холдинге эта сумма может составлять несколько миллиардов рублей.

Для «Цнинского агрохолдинга» незавершённое производство на конец года может выглядеть так. Под озимую пшеницу следующего года засеяно, допустим, сто тысяч гектаров, и в каждый гектар к декабрю вложено около двадцати тысяч рублей: подготовка почвы, семена, осеннее внесение удобрений, первая обработка от вредителей. Ещё на нескольких десятках тысяч гектаров проведена осенняя вспашка под весенние культуры. В сумме незавершённое производство мо-

жет составить около двух с половиной миллиардов рублей, и эти деньги вернутся только с урожаем следующего лета.

Для инвестора незавершённое производство интересно по двум причинам. Во-первых, оно показывает, сколько компания уже вложила в следующий урожай, и рост этой суммы может говорить о расширении посевов или росте затрат. Во-вторых, это актив, который может оказаться под угрозой: если озимые погибнут зимой, вложенные в них затраты придётся списать. Компании, которые раскрывают состояние озимых весной, косвенно сообщают инвесторам о сохранности этого актива.

Перейдём к животноводству, где биологические активы устроены сложнее. Здесь различают две группы животных. Первая группа — основное стадо, то есть животные, которые дают продукцию многократно: молочные коровы, свиноматки, родительское стадо кур. Вторая группа — молодняк и животные на откорме, которые выращиваются для продажи на мясо.

Основное стадо похоже на оборудование завода: оно служит несколько лет и производит продукцию. Свиноматка за свою жизнь приносит несколько опоросов, молочная корова даёт молоко несколько лактаций. Со временем продуктивность животных падает, и их выбраковывают, то есть отправляют на убой и заменяют молодыми. Выбраковка — нормальная часть производственного процесса, но её доля многое говорит о здоровье стада и качестве управления.

Молодняк и животные на откорме похожи на незавершённое производство. Поросята после отъёма от матери несколько месяцев растут и набирают вес, а затем отправляются на убой. Их справедливая стоимость меняется каждый день вместе с весом и рыночными ценами на свинину. Переоценка этой группы — главный источник колебаний прибыли свиноводческих и птицеводческих компаний.

Важно понимать, что переоценка животных не делает компанию ни богаче, ни беднее в денежном смысле, пока животные не проданы. Свинья, которая на тридцатое июня оценена дороже, чем на тридцать первое декабря, к моменту продажи всё равно будет продана по цене дня забоя. Переоценка лишь распределяет будущий результат между отчётными периодами, иногда сдвигая его вперёд, иногда назад. Для оценки бизнеса важна средняя маржа за несколько лет, а не то, в каком полугодии она была показана.

Для «Цнинского агрохолдинга», который производит двести тысяч тонн свинины в живом весе в год, на балансе в любой момент находятся сотни тысяч свиней разного возраста. Если рыночная цена живой свиньи за полугодие вырастет на десять процентов, справедливая стоимость всего поголовья на откорме вырастет примерно на столько же, и компания покажет прибыль от переоценки. Если цена упадёт, переоценка будет отрицательной. Эти колебания не связаны с тем, хорошо или плохо компания управляет производством.

Прикинем масштаб этого эффекта на сквозном примере.

Допустим, на откорме у компании в среднем находится четыреста тысяч свиней со средним живым весом семьдесят килограммов, то есть двадцать восемь тысяч тонн живого веса. При рыночной цене сто пятьдесят рублей за килограмм эта масса стоит четыре целых и две десятых миллиарда рублей. Рост цены на десять процентов даст прибыль от переоценки около четырёхсот двадцати миллионов рублей, а падение на десять процентов — такой же убыток. Для компании с чистой прибылью восемь миллиардов это заметная величина, которая может сдвинуть результат года на пять процентов в любую сторону.

С молочным стадом картина ещё интереснее. Корова начинает давать молоко примерно в два года, после первого отёла, а до этого компания несёт затраты на её выращивание. Справедливая стоимость нетели, то есть молодой коровы перед первым отёлом, обычно выше затрат на её выращивание, и компания признаёт прибыль от переоценки. Молочные компании, которые быстро наращивают стадо, показывают значительную прибыль от переоценки, хотя молока от новых коров ещё нет.

Посмотрим на условный пример с молочной фермой. Допустим, выращивание нетели до первого отёла обходится молочной компании в сто пятьдесят тысяч рублей, а её справедливая стоимость, исходя из цен на племенных нетелей, составляет двести тысяч рублей. При выращивании двух тысяч нетелей в год компания признает прибыль от переоценки

сто миллионов рублей. Эти деньги не поступят на счёт компании, если она не продаёт нетелей, а вводит их в собственное стадо. Прибыль отражает рост стоимости стада, и только будущее молоко покажет, оправдан ли этот рост.

Отдельный вопрос — падёж и болезни. Если на свиноводческом комплексе вспыхнет болезнь и поголовье придётся уничтожить, биологические активы будут списаны, и компания покажет крупный убыток. Подробно о таких катастрофах мы поговорим в пятнадцатой главе. Здесь отметим, что размер биологических активов на балансе показывает, сколько стоит то, что может пострадать от болезни.

Как читать раздел о биологических активах в отчёте? Компании обычно раскрывают сверку балансовой стоимости биологических активов на начало и конец периода. В ней видно, сколько добавилось за счёт затрат на выращивание, сколько за счёт покупки, сколько составила переоценка, сколько списано при уборке урожая или забое животных. Изучив эту таблицу, можно понять, откуда взялась переоценка и насколько она значительна по сравнению с операционной прибылью.

Полезно также посмотреть на ключевые допущения, которые использует компания при оценке. В примечаниях обычно указываются ожидаемые цены, урожайность, ставки дисконтирования, иногда приводится анализ чувствительности: насколько изменится оценка при изменении цены на десять процентов. Если вы видите, что небольшое изменение допу-

щения меняет оценку на миллиарды рублей, прибыль компании стоит воспринимать с особой осторожностью.

Обратите внимание и на заключение аудитора. В аудиторских заключениях крупных аграрных компаний оценка биологических активов почти всегда выделяется как ключевой вопрос аудита, то есть область, которой аудитор уделил особое внимание из-за субъективности оценок. Аудитор описывает, какие допущения он проверял и как. Если такого раздела нет или он сформулирован подозрительно кратко при больших суммах биологических активов, стоит задуматься о качестве проверки.

Ещё одна полезная привычка — сравнивать долю переоценки в чистой прибыли за несколько лет. Если в одни годы переоценка составляет треть прибыли, а в другие обнуляет её, компания сильно зависит от рыночных цен на живые активы. Если переоценка стабильно мала по сравнению с операционной прибылью, отчётность компании ближе к денежной реальности. Сравнивая компании внутри отрасли, лучше опираться на показатели без переоценки.

Есть у аграриев и ещё один источник информации, который стоит знать. Помимо консолидированной отчётности по международным стандартам, отдельные юридические лица холдинга сдают бухгалтерскую отчётность по российским стандартам, и она доступна в открытых государственных ресурсах. В ней нет переоценки биологических активов, продукция и незавершённое производство отражены по себесто-

имости. Сравнивая эти данные с консолидированной отчётностью, внимательный инвестор может увидеть, какая часть прибыли группы получена на бумаге, а какая подтверждается результатами операционных компаний.

Правда, у такого сравнения есть ограничения. Внутри холдинга компании продают друг другу зерно, корма, свёклу и услуги, и прибыль отдельного юридического лица может зависеть от внутренних цен, о которых мы поговорим в четырнадцатой главе. Поэтому отчётность по российским стандартам полезна как дополнительный ориентир, а не как замена консолидированной отчётности. Её стоит использовать, чтобы проверить, нет ли разительного расхождения между бумажной прибылью группы и реальными результатами её ключевых предприятий.

Стоит сказать несколько слов и о плодовых садах и виноградниках, хотя для крупных агрохолдингов они менее типичны. По действующим международным стандартам многолетние насаждения, такие как яблони или ягодные кустарники, учитываются как основные средства, по аналогии с оборудованием, а не как биологические активы. Плоды на деревьях до сбора урожая при этом остаются биологическими активами. Если вы анализируете компанию, которая выращивает фрукты, это различие поможет понять, как отражены её вложения в сады.

Подведём промежуточные правила, которые помогут читать прибыль аграрной компании. Первое: никогда не смот-

рите только на чистую прибыль, а всегда ищите показатели без переоценки биологических активов. Второе: проверяйте, из чего складываются корректировки, которые компания вносит в свои скорректированные показатели. Третье: сравнивайте прибыль с операционным денежным потоком за несколько лет, а не за полугодие.

Четвёртое правило: учитывайте сезонность, когда читаете промежуточную отчётность. Прибыль первого полугодия у растениеводов часто определяется переоценкой посевов и остатков прошлого урожая, а прибыль второго полугодия — уборкой нового. Сравнивайте полугодие с тем же полугодием прошлого года, а не с предыдущим полугодием. Пятое правило: при сравнении компаний убедитесь, что они отчитываются по одним и тем же стандартам, или внесите поправки.

Шестое правило: обращайте внимание на допущения и анализ чувствительности в примечаниях к отчётности. Если компания не раскрывает, по каким ценам и урожайности оценивала активы, это снижает доверие к её цифрам. Седьмое правило: смотрите на долю переоценки в прибыли за несколько лет, чтобы понять, насколько бумажная прибыль влияет на общую картину.

Вернёмся ненадолго к нашему яблоневому саду. Оценивать его в июле с учётом будущих яблок разумно, но только если вы честно учитываете риск града, болезней и падения цен на яблоки к осени. Если же оценщик каждый июль ри-

сует в саду рекордный урожай по максимальной цене, сад на бумаге будет дорожать быстрее, чем в реальности. Международный стандарт задаёт правила, но не может гарантировать, что все компании применяют их одинаково добросовестно.

Распространённая ошибка новичков — радоваться высокой прибыли агрохолдинга, не заглянув в её структуру. Представьте, что компания отчиталась о росте чистой прибыли на сорок процентов, а через неделю её акции упали. Новичок удивлён, но опытный инвестор видит, что весь рост объясняется переоценкой стада на фоне временного скачка цен на свинину, а скорректированная EBITDA при этом снизилась. Рынок оценивает не бухгалтерскую прибыль, а способность компании зарабатывать деньги.

Противоположная ошибка — паниковать при убытке, вызванном отрицательной переоценкой. Если цены на живых свиней упали в конце года, компания может отчитаться об убытке, хотя её производство работает эффективно, а продажи идут с прибылью. Инвестор, который продаёт акции после такого отчёта, не разобравшись в причинах, может продать их по низкой цене. Разница между бумажным и денежным результатом бывает источником возможностей для внимательных людей.

Вернёмся к Вере и её отчёту. После разговора с братом она открыла годовой отчёт «Цнинского агрохолдинга» за прошлый год и нашла там похожую картину. В первом полугодии компания показала большую прибыль от переоцен-

ки, а во втором полугодии часть её была отменена, потому что цены на зерно осенью упали. Годовая прибыль оказалась гораздо скромнее, чем можно было ожидать в августе. Вера сделала себе пометку: в следующий раз сравнивать полугодие с тем же полугодием прошлого года и всегда начинать со скорректированной EBITDA и денежного потока.

Степан, выслушав сестру, неожиданно нашёл в этом практический смысл. Он понял, почему весной центральный офис так настойчиво запрашивает у агрономов оценку состояния озимых и прогноз урожайности. Эти цифры попадают не только в производственные планы, но и в модели, по которым бухгалтерия оценивает биологические активы. Его полевые наблюдения, оказывается, влияют на прибыль компании задолго до того, как комбайн выйдет в поле.

Учёт биологических активов по справедливой стоимости делает отчётность аграрных компаний особенной. Прибыль от урожая признаётся в момент уборки, а иногда и раньше, переоценка поголовья меняет прибыль вместе с рыночными ценами, а оценки во многом зависят от допущений самой компании. Инвестору стоит опираться на скорректированную EBITDA, денежный поток и сравнение за несколько лет, а не на чистую прибыль одного полугодия. В следующей главе мы перейдём от бухгалтерской прибыли к деньгам и посмотрим, как сезонность меняет долг и денежный поток агрохолдинга в течение года.

Глава 5. Деньги по календарю

Середина июля, жара под тридцать градусов, и Степан каждое утро объезжает поля пшеницы, проверяя, как наливается зерно. До уборки остаётся пара недель, комбайны стоят отремонтированные, механизаторы получили аванс. В это же время в центральном офисе «Цнинского агрохолдинга» в Тамбове казначей компании Игорь Валентинович подписывает очередной кредитный договор. Деньги нужны, чтобы оплатить топливо для уборки, закупить свёклу у соседних хозяйств к сахарному сезону, рассчитаться с поставщиками кормов для свиноводческих комплексов.

Касса компании в эти недели почти пуста, а долг находится на самом высоком уровне за год. Игорь Валентинович относится к этому спокойно, потому что видит такую картину каждое лето уже пятнадцать лет подряд, с тех пор как пришёл в компанию из банка и знает, что к декабрю долг снова вернётся к привычному уровню.

Степан узнал об этом случайно, когда за обедом в столовой отделения разговорился с приехавшим из Тамбова финансистом. Его удивило, что компания, которая каждый год показывает прибыль, летом живёт в долг. Финансист улыбнулся и объяснил, что так устроено всё сельское хозяйство: деньги приходят один раз в год, а тратятся круглый год. Вечером Степан пересказал этот разговор сестре, и Вера ре-

шила разобраться, почему долг аграрной компании меняется вместе с календарём и как это учитывать при анализе.

Лучшая аналогия здесь — семейный бюджет человека, который получает годовую премию один раз в год. Представьте, что основная часть дохода приходит в декабре, а тратить деньги нужно каждый месяц: на продукты, ипотеку, учёбу детей. К лету накопления заканчиваются, и семья живёт на кредитной карте. В декабре приходит премия, долг по карте гасится, и всё начинается сначала. Если в каком-то году премия окажется меньше, кредитная карта к декабрю не будет погашена, и долг начнёт расти.

У растениеводческого бизнеса годовой цикл денег устроен очень похоже, только премия приходит не в декабре, а осенью и зимой, после уборки. Деньги начинают уходить ещё летом предыдущего года, когда идёт подготовка полей под озимые, затем осенью, когда озимые сеют и вносят удобрения. Зимой расходы немного затихают, но компания закупает семена, удобрения и средства защиты для весенней посевной. Весной наступает пик затрат: посевная требует топлива, работы техники, зарплаты механизаторам, внесения удобрений и первых обработок посевов.

Летом расходы продолжаются, хотя и медленнее: обработки посевов от болезней и вредителей, подготовка техники к уборке, авансы работникам. Затем начинается уборка, и это самый дорогой по топливу и труду месяц года. Только после уборки зерно поступает в амбары и на элеваторы, и компа-

ния начинает его продавать. Деньги от продажи урожая приходят с августа по весну следующего года, в зависимости от того, как быстро компания решает продавать зерно.

Посмотрим, как это выглядит в цифрах для растениеводческого сегмента «Цнинского агрохолдинга». Как мы считали в третьей главе, затраты на гектар пшеницы составляют сорок шесть тысяч рублей, а по всем культурам в среднем, с учётом дорогой свёклы и подсолнечника, они выше. Допустим, общие денежные затраты растениеводства за сезон без учёта амортизации составляют около двадцати миллиардов рублей. Из них примерно четверть тратится осенью предыдущего года, половина весной и в начале лета, четверть в период уборки. Выручка от продажи урожая приходит в основном с августа по март.

Получается, что к июню, до начала уборки, компания уже потратила около пятнадцати миллиардов рублей на будущий урожай и ещё не получила за него ни рубля. Эти деньги либо взяты из накоплений, оставшихся от прошлого урожая, либо заняты у банков. Поскольку большинство агрохолдингов направляют свободные деньги на погашение долга и дивиденды, накоплений к лету обычно немного. Значит, большая часть сезонных затрат финансируется кредитами.

Здесь мы подходим к ключевому понятию этой главы — оборотному капиталу. Оборотный капитал — это деньги, вложенные в текущую деятельность: в запасы, в незавершённое производство, в расчёты с покупателями, за вычетом то-

го, что компания должна поставщикам. У аграрной компании оборотный капитал сильно меняется в течение года. Весной и летом он растёт за счёт незавершённого производства, осенью — за счёт запасов собранного урожая, зимой и весной следующего года снижается по мере продажи зерна.

Пик оборотного капитала у растениевода приходится на период сразу после уборки, когда амбары полны зерна, а продажи только начинаются. Однако пик долга обычно наступает чуть раньше, в июне и июле. Причина в том, что в момент уборки урожай уже есть на складе, и под его залог можно привлечь деньги, а ранние продажи начинают возвращать часть затрат. До уборки же у компании есть только посевы в поле, которые как залог для банка гораздо менее привлекательны.

Для «Цнинского агрохолдинга» картина в течение года могла бы выглядеть так. На тридцать первое декабря чистый долг составляет сорок пять миллиардов рублей, как мы указывали в первой главе. К тридцатому июня он вырастает до пятидесяти семи миллиардов: двенадцать миллиардов добавляют посевная, закупка ресурсов и выплата дивидендов. В августе и сентябре долг остаётся высоким, а затем начинает снижаться по мере продажи урожая и сахара, возвращаясь к сорока пяти миллиардам к концу года.

Сезонность дорого обходится и в процентах. Если в среднем за год компания держит сверх долга на конец года дополнительно шесть миллиардов рублей сезонных кредитов, то

при средней ставке, условно, десять процентов годовых, она платит за это около шестисот миллионов рублей в год. Это заметная сумма на фоне чистой прибыли в восемь миллиардов. Компании, которые умеют сокращать сезонный пик, например за счёт более ранних продаж или товарных кредитов, экономят на процентах и повышают свою прибыль.

Что это означает для инвестора? Отношение чистого долга к EBITDA на тридцать первое декабря составляет два с половиной, а на тридцатое июня — пятьдесят семь миллиардов, делённые на восемнадцать миллиардов, то есть около трёх целых двух десятых. Одна и та же компания с одним и тем же бизнесом выглядит заметно более закредитованной летом, чем зимой. Если вы сравниваете отчёт за полугодие с годовым отчётом, вы можете ошибочно решить, что долговая нагрузка резко выросла, хотя на самом деле это обычное сезонное колебание.

Обратная ошибка тоже вполне возможна. Инвестор, который смотрит только на долг на конец года, недооценивает реальную потребность компании в финансировании. Если банки в какой-то момент откажутся давать сезонные кредиты, компании придётся искать двенадцать миллиардов рублей именно в тот момент, когда денег у неё меньше всего. Поэтому важно знать не только долг на отчётную дату, но и пиковый долг в течение года, о котором компании иногда рассказывают в презентациях и проспектах облигаций.

Есть и хитрость, которую стоит знать. Компания может

управлять долгом на отчётную дату, ускоряя или замедляя продажу зерна. Если в декабре продать больше зерна, чем обычно, даже по не самой выгодной цене, долг на тридцать первое декабря окажется ниже, а отчёт будет выглядеть привлекательнее. Если заметно снизились запасы зерна на конец года при росте долга в первом квартале, возможно, компания приукрасила годовую картину.

Теперь поговорим об одном из главных решений, которое растениевод принимает каждый год: продавать урожай сразу после уборки или хранить его в ожидании лучшей цены. Это решение напрямую связано с сезонностью денег. Хранить зерно означает дольше держать долг, платить проценты и платить за хранение. Продать сразу означает получить деньги раньше, но часто по самой низкой цене года.

Почему цена на зерно сразу после уборки обычно ниже? В этот момент на рынок одновременно выходят тысячи хозяйств, которым нужны деньги, чтобы погасить кредиты, рассчитаться с поставщиками и заплатить зарплату. Предложение резко растёт, а покупатели не спешат. К зиме и весне большинство мелких хозяйств уже продали урожай, и предложение снижается. Об общих сезонных закономерностях цен на зерно на мировых рынках подробно рассказано в книге «Сырьевые инвестиции», а здесь посмотрим, как это решение выглядит для конкретной компании.

Посчитаем цену ожидания на условных цифрах. Допустим, хранение тонны зерна на элеваторе обходится в двести

рублей в месяц. Деньги, которые компания могла бы получить от продажи, она вместо этого продолжает занимать у банка. При ставке по рыночному кредиту, условно, шестнадцать процентов годовых, стоимость денег для тонны пшеницы ценой четырнадцать тысяч рублей составит около ста восьмидесяти семи рублей в месяц. Итого хранение и проценты обходятся почти в триста девяносто рублей на тонну в месяц.

Если компания хранит зерно шесть месяцев, с сентября по март, цена ожидания составит около двух тысяч трёхсот тридцати рублей на тонну. Значит, хранение выгодно, только если к марту цена вырастет больше чем на две тысячи триста тридцать рублей, то есть примерно на семнадцать процентов. В некоторые годы так и бывает, в другие цена весной оказывается такой же или даже ниже осенней. Решение о хранении — это ставка, и, как мы видели в четвёртой главе, её результат проявится в отчётности следующего года.

Совсем другая арифметика получается, если сезонный кредит льготный. При ставке, условно, пять процентов годовых стоимость денег для тонны пшеницы составит около пятидесяти восьми рублей в месяц, а вместе с хранением — двести пятьдесят восемь рублей. За шесть месяцев цена ожидания составит около полутора тысяч рублей, и хранение окупается уже при росте цены примерно на одиннадцать процентов. Дешёвые кредиты делают хранение выгоднее и поэтому меняют поведение всего рынка: компании с доступом

к льготным деньгам могут дольше придерживать урожай.

У хранения есть и свои риски, кроме ценового. Зерно на элеваторе может испортиться, если оно было плохо высушено или заражено вредителями. Собственное хранилище компании требует затрат на содержание, а чужой элеватор может оказаться ненадёжным партнёром. В истории отрасли бывали случаи, когда элеватор оказывался банкротом, а зерно, которое хранилось на нём, пропадало или становилось предметом долгих судебных разбирательств. Поэтому крупные холдинги стремятся иметь собственные мощности хранения, о которых мы поговорим в шестой главе.

Теперь о том, как аграрии финансируют сезонные потребности. Банковский кредит — не единственный источник денег в этот период.

Часть сезонной нагрузки берут на себя поставщики. Производители удобрений, средств защиты растений и семян нередко продают свою продукцию крупным хозяйствам с отсрочкой платежа до уборки, а иногда и с оплатой зерном нового урожая. Такой товарный кредит удобен аграрию, но обычно обходится дороже, чем кажется: цена товара с отсрочкой выше цены при оплате сразу, и разница по сути является процентом. В балансе такие обязательства отражаются как кредиторская задолженность, а не как долг, поэтому при оценке долговой нагрузки их стоит держать в уме.

Ещё один источник — авансы покупателей. Трейдеры и переработчики иногда платят крупным производителям за-

ранее, чтобы гарантировать себе поставку зерна или подсолнечника нового урожая. Для аграрной компании это дешёвые деньги, но с обязательством поставить продукцию определённого качества и в определённом объёме. Если урожай не удался, такие обязательства превращаются в проблему: придётся докупать зерно на рынке или возвращать аванс.

Для частного инвестора все эти источники имеют одно общее свойство: они не видны в строке «долг», но реально финансируют сезонные потребности. Если кредиторская задолженность поставщикам или авансы покупателей сильно выросли, компания может выглядеть менее закредитованной, чем на самом деле. Поэтому при анализе полезно смотреть на оборотный капитал целиком, а не только на банковский долг.

Основной инструмент сезонного финансирования всё же банковский. Речь идёт о краткосрочных кредитах на срок до года. Компания берёт их весной или летом, а погашает после продажи урожая. Многие такие кредиты выдаются по льготным государственным программам, которые мы подробно разберём в восьмой главе.

Здесь важно понимать, что сезонный кредит — не признак проблем, а нормальная часть бизнес-модели аграрной компании. Проблемой он становится только тогда, когда его не удаётся погасить после продажи урожая.

Под такие кредиты банки часто просят залог, и самым естественным залогом для аграрной компании служит её

собственный урожай. Зерно, лежащее на элеваторе, можно заложить, оформив на него складские документы, и банк получает уверенность, что в случае проблем сможет его продать. До уборки залогом служат техника, земля, поголовье, поручительства других компаний группы. Чем больше у компании незаложенных активов, тем легче ей получить сезонные деньги в трудный год.

Однако краткосрочные кредиты приходится постоянно перекладывать, то есть погашать старые и брать новые. Если всё идёт хорошо, это происходит незаметно: урожай продан, кредит погашен, весной открыт новый. Если урожай плохой или цены низкие, компания не может полностью погасить кредит после продажи урожая и вынуждена просить банк продлить его. Банки обычно идут навстречу надёжным заёмщикам, но если в отрасли одновременно проблемы у многих, условия могут ужесточиться.

Для инвестора важно соотношение краткосрочного и долгосрочного долга. Если почти весь долг компании краткосрочный, она каждый год зависит от готовности банков продлить кредиты. Если краткосрочный долг составляет разумную часть и примерно соответствует сезонной потребности в оборотном капитале, а остальное — долгосрочные кредиты на строительство и покупку активов, структура долга выглядит здоровой. Опасный признак — когда краткосрочные кредиты используются для финансирования долгосрочных вложений, например строительства свинокомплекса.

У «Цнинского агрохолдинга» на тридцать первое декабря из сорока пяти миллиардов рублей чистого долга, допустим, двенадцать миллиардов составляют краткосрочные кредиты, а тридцать три миллиарда — долгосрочные. К тридцатому июня краткосрочный долг вырастает до двадцати четырёх миллиардов за счёт сезонных кредитов. Такая структура нормальна для агрохолдинга, при условии что сезонные кредиты погашаются к концу года, а долгосрочный долг постепенно снижается.

Теперь поговорим о том, как различаются денежные циклы у разных этажей нашего дома из первой главы. Мы подробно разобрали растениеводство, у которого самый выраженный сезонный цикл. У животноводов картина совсем другая: свиньи и птица растут круглый год, мясо продаётся каждую неделю, и денежный поток гораздо равномернее. Единственная сезонная особенность животноводов — закупка кормов: компании, которые покупают зерно у сторонних хозяйств, стремятся закупить его осенью, когда оно дешевле, и держать запас до следующего урожая.

У сахарных заводов цикл особый. Сезон переработки свёклы длится несколько месяцев, обычно с сентября по январь, и в этот период завод закупает свёклу у хозяйств и производит основную часть сахара за год. Сахар затем хранится на складах и продаётся в течение года. Поэтому у сахарных заводов огромные запасы в начале года, которые постепенно снижаются к лету. Подробно об экономике сахарного произ-

водства мы поговорим в девятой главе.

У молочных компаний и производителей продуктов под брендом денежный цикл ближе к промышленным компаниям. Запасы небольшие, потому что многие продукты хранятся всего несколько дней или недель. Главная статья оборотного капитала — дебиторская задолженность торговых сетей, которые платят с отсрочкой. О правилах этих отсрочек и о том, как они влияют на производителей, мы поговорим в тринадцатой главе.

Для оценки оборотного капитала используют показатели оборачиваемости. Оборачиваемость запасов показывает, сколько дней в среднем продукция лежит на складе, прежде чем её продадут. У растениевода этот показатель может составлять сто пятьдесят–двести дней и больше, у свиновода — несколько десятков дней с учётом поголовья на откорме, у молочного завода — всего несколько дней для свежей продукции и несколько месяцев для сыров. Оборачиваемость дебиторской задолженности показывает, через сколько дней покупатели платят за отгруженный товар.

Для «Цнинского агрохолдинга», который объединяет несколько этажей, общие показатели оборачиваемости смешивают разные бизнесы. Поэтому полезно смотреть на запасы по видам: зерно, сахар, масло, корма, мясо. Если запасы зерна на конец года выросли сильнее, чем урожай, компания придержала продажи в расчёте на рост цен. Если сильно выросли запасы сахара, возможно, у компании проблемы со

сбытом или она ждёт более высоких цен. В обоих случаях стоит понять, чем это закончилось в следующем полугодии.

Проследим теперь денежный поток «Цнинского агрохолдинга» по месяцам, чтобы собрать картину вместе. В январе и феврале компания продаёт остатки зерна прошлого урожая, сахар и масло, свинина продаётся равномерно, а затрат на поля немного. Денежный поток положительный, и компания гасит часть краткосрочных кредитов. В марте начинается закупка семян, удобрений и средств защиты, и поток становится отрицательным.

С апреля по июнь идёт посевная, а затем уход за посевами. Это самые тяжёлые месяцы для казначея: затраты максимальны, продаж зерна почти нет, свинина и сахар дают лишь часть необходимых денег. Ещё в начале лета компания выплачивает дивиденды за прошлый год, если собрание акционеров их утвердило. Долг растёт до максимума к концу июня или июлю.

Дивиденды в этом цикле заслуживают отдельного слова. Четыре миллиарда рублей, которые «Цнинский агрохолдинг» выплачивает акционерам, уходят из компании в самый неудобный момент года, когда долг и так растёт к пику. По сути, компания платит дивиденды за прошлый год занятыми деньгами, а гасит этот долг уже урожаем текущего года. В нормальный год это не проблема, но если весной ясно, что урожай будет плохим, совет директоров может предложить сократить дивиденды, чтобы не раздувать летний пик долга.

В июле и августе начинается уборка, и компания тратит много на топливо и работу техники, но уже появляются первые продажи нового урожая. В сентябре стартует сахарный сезон, и компания закупает свёклу у сторонних хозяйств, а это крупный отток денег. С октября по декабрь продажи зерна, сахара и масла набирают силу, денежный поток становится сильно положительным, и долг снижается к концу года.

Сахарный сезон заслуживает пояснения в цифрах. Допустим, три сахарных завода «Цнинского агрохолдинга» перерабатывают за сезон три миллиона тонн свёклы, из которых треть выращивают собственные поля компании, а две трети, то есть два миллиона тонн, закупаются у соседних хозяйств. При условной цене четыре с половиной тысячи рублей за тонну закупка обходится в девять миллиардов рублей, и большая часть этой суммы уходит с сентября по декабрь. Сахар, произведённый из этой свёклы, будет продаваться весь следующий год.

Похожая история с кормами для свиноводства. Двести тысяч тонн свинины в живом весе требуют, условно, около шестисот тысяч тонн комбикорма в год, а это в основном зерно, шрот и добавки. Часть зерна компания выращивает сама, часть покупает, и выгоднее всего покупать осенью, сразу после уборки, когда цена ниже. Запас кормового зерна на несколько месяцев — ещё одна причина, по которой оборотный капитал агрохолдинга осенью раздувается.

Если сложить все двенадцать месяцев, получится, что за

год компания генерирует, допустим, восемнадцать миллиардов рублей скорректированной EBITDA, из которых часть уходит на проценты, налоги, капитальные затраты и дивиденды. Однако внутри года денежный поток совершает огромное колебание: от минус двенадцати миллиардов к лету до плюс двенадцати миллиардов к зиме. Именно это колебание и требует сезонных кредитов.

Теперь самое важное для инвестора — риск ликвидности в неурожайный год. Представим, что весна выдалась засушливой, урожай упал на четверть, а цены на зерно не выросли, потому что в мире был хороший урожай. Затраты на посевную компания уже понесла в полном объёме, а выручка осенью окажется значительно ниже. Скорректированная EBITDA может упасть, допустим, с восемнадцати до одиннадцати миллиардов рублей.

Что это означает для долга? Компания не сможет полностью погасить сезонные кредиты, и на тридцать первое декабря её чистый долг составит, допустим, пятьдесят миллиардов рублей вместо сорока пяти. Отношение долга к EBITDA вырастет с двух с половиной до четырёх с половиной. Это уже высокий уровень, при котором банки начинают задавать вопросы, а держатели облигаций нервничать.

Ещё серьёзнее проблема следующей весны. Компании снова нужно профинансировать посевную, а долг уже на пять миллиардов выше обычного. Если банки согласятся выдать сезонные кредиты, компания переживёт трудный год и вос-

становится при нормальном урожае. Если банки откажут или ужесточат условия, компании придётся сокращать посевные площади, экономить на удобрениях, продавать активы или отменять дивиденды. Каждое из этих решений снижает будущую прибыль.

Сравните это с небольшим фермерским хозяйством на две тысячи гектаров. Его сезонная потребность в деньгах в абсолютном выражении невелика, но и запас прочности тоже: часто у такого хозяйства есть кредитная линия в одном банке, а в залоге техника и будущий урожай. Один плохой год может привести к тому, что фермер продаст часть техники или земли, чтобы расплатиться. Крупные холдинги нередко расширяются именно в такие годы, покупая землю и технику у соседей, попавших в трудное положение.

Поэтому при анализе аграрной компании важно задать вопрос: что будет, если следующий год окажется плохим? Компания с низкой долговой нагрузкой, большой долей долгосрочного льготного долга и открытыми кредитными линиями в нескольких банках переживёт плохой год спокойно. Компания с высокой нагрузкой, краткосрочным долгом и зависимостью от одного банка может оказаться на грани дефолта после одного неурожая. Разница между ними в хороший год незаметна, но в плохой год она решающая.

Хороший ориентир — наличие неиспользованных кредитных линий. Многие компании раскрывают в отчётах сумму подтверждённых, но не выбранных кредитных линий. Ес-

ли эта сумма покрывает сезонную потребность в оборотном капитале, риск ликвидности невелик. Если неиспользованных линий почти нет, а сезонная потребность велика, компании придётся каждый год заново договариваться с банками, и это повышает риск.

Перейдём к практическим правилам, которые помогут учитывать сезонность при сравнении отчётов. Первое правило: сравнивайте полугодие с тем же полугодием прошлого года, а годовой отчёт с годовым. Долг на тридцатое июня почти всегда выше, чем на тридцать первое декабря, и сравнение этих дат между собой ничего не говорит о динамике бизнеса. Это правило мы уже упоминали в четвёртой главе применительно к прибыли, и для долга оно ещё важнее.

Второе правило: для расчёта долговой нагрузки в середине года используйте EBITDA за последние двенадцать месяцев, а не за полугодие, умноженную на два. Поскольку прибыль аграриев распределена по году неравномерно, умножение полугодовой прибыли на два даёт искажённый результат. Многие компании сами раскрывают EBITDA за последние двенадцать месяцев, а если нет, её можно рассчитать, сложив данные за второе полугодие прошлого года и первое полугодие текущего.

Третье правило: смотрите на средний долг в течение года, а не только на долг на отчётную дату. Если компания раскрывает процентные расходы, можно разделить их на среднюю ставку и получить приблизительный средний долг. Если

средний долг заметно выше долга на конец года, сезонные колебания значительны, и реальная нагрузка на компанию выше, чем кажется по годовому отчёту.

Четвёртое правило: следите за структурой долга по срокам. Если доля краткосрочного долга растёт из года в год, а долгосрочный долг не снижается, компания может финансировать долгосрочные вложения короткими деньгами. Пятое правило: обращайте внимание на запасы на конец года и их изменение, чтобы понять, не придержала ли компания продажи и не продала ли она слишком много зерна в декабре ради красивой отчётности.

Есть и ещё одна полезная привычка, которая помогает видеть картину целиком. Если компания выпускает облигации, в проспектах и ежеквартальных отчётах эмитента часто есть информация о долге на промежуточные даты. Сравнивая эти данные, можно увидеть годовой цикл долга и оценить пиковую потребность в финансировании. Для держателей облигаций, о которых мы поговорим в восемнадцатой главе, эта информация особенно важна.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.