

30 июля 2018

Ведущие аналитики:

Максим Худалов, директор  
+7 (495) 139-0496  
maxim.khudalov@acra-ratings.ru

Екатерина Можарова, старший директор  
+7 (495) 139-0498  
ekaterina.mozharova@acra-ratings.ru

### Ключевые факторы рейтинговой оценки

## АКРА подтвердило кредитный рейтинг АО «Авангард-Агро» на уровне ВВВ-(RU), прогноз «Стабильный», и выпусков облигаций — на уровне ВВВ-(RU)

Кредитный рейтинг [АО «Авангард-Агро»](#) (далее — Авангард-Агро, Компания) обусловлен адекватным бизнес-профилем, очень высокой рентабельностью и средним денежным потоком, а также средним уровнем долговой нагрузки при высокой степени покрытия процентных платежей. Вместе с тем рейтинг Компании ограничен ее средним размером, ограниченной способностью влиять на цену продукции, концентрацией акционерных рисков на единоличном собственнике, тесной финансовой взаимосвязью с [ПАО АКБ «АВАНГАРД» \(рейтинг АКРА ВВ+\(RU\), прогноз «Стабильный»\)](#), далее — Банк АВАНГАРД, а также очень высокой долей краткосрочного долга, создающей риски ликвидности. Выручка Авангард-Агро за 2017 год составила 12,7 млрд руб. (-29% к уровню прошлого года), а операционный денежный поток до чистых процентных платежей и налогов сократился до 3,8 млрд руб. (-51%).

АО «Авангард-Агро» — сельскохозяйственный холдинг, специализирующийся на производстве зерновых и технических сельхозкультур в северной и центральной частях Центрально-Черноземного района России. Компания контролирует около 348 тыс. гектаров земли; парк сельскохозяйственной техники насчитывает до 500 комбайнов, 1100 тракторов, около 1500 единиц автотехники. Конечным бенефициаром Компании является Миновалов К. В.

**Ограниченная возможность оказывать влияние на цены увеличивает волатильность денежных потоков.** По данным за 2017 год, совокупный сбор урожая Компании по основным культурам составил около 0,8% от общероссийского. Авангард-Агро является конкурентным игроком на рынке, который отличает высокая степень фрагментации. В 2017 году финансовые показатели Компании снизились вследствие резкого падения цен на пшеницу, подсолнечник и сахарную свеклу на фоне перепроизводства указанных культур в России. По итогам первой половины 2018 года Компания смогла заключить контракты на поставку значимой части производимой продукции по ценам, на 15–20% превышающим уровень 2017 года.

**Средняя оценка бизнес-профиля Компании** формируется за счет среднего уровня вертикальной интеграции (порядка 30% выручки приходится на переработку ячменя в солод для нужд пивоварения), высокого уровня продуктовой диверсификации, так как доля крупнейшего продукта в выручке не превышает 40%, среднего уровня продукции с высокой добавленной стоимостью. Оценка бизнес-профиля Авангард-Агро также обусловлена высоким уровнем показателя географической диверсификации за счет хорошей логистической цепочки сбыта и высоким (до 30% по итогам 2017 года) уровнем экспорта. При этом АКРА обращает внимание на тот факт, что основные сельскохозяйственные культуры Компания выращивает в регионах с умеренно благоприятным для ведения сельского хозяйства климатом.

**Единоличное владение и высокая доля операций со связанными сторонами.** Концентрация акционерных рисков на единоличном собственнике, принимающем активное участие в стратегическом и оперативном управлении Компанией, ограничивает уровень рейтинга. АКРА отмечает отсутствие формализации дивидендной политики и регламентации функций управления рисками и капиталом Авангард-Агро. Агентство обращает внимание на снижение в долговом портфеле Компании доли заемных средств, полученных от связанных сторон, преимущественно от Банка АВАНГАРД. Заемные средства от связанных сторон, составлявшие на конец 2016 года 80%, снизились на конец 2017-го до 44% долга Компании. Риски связанного финансирования частично скомпенсированы тем, что

(1) условия кредитования Компании Банком АВАНГАРД существенно не отличаются от условий, применяемых в отношении других контрагентов; (2) Компания планирует постепенно сокращать долю связанного финансирования начиная с 2017 года.

**Средний размер бизнеса при очень высоком уровне рентабельности.** С учетом прогноза АКРА на 2018–2020 годы показатель FFO (операционных денежных потоков) Компании до фиксированных платежей и налогов достигнет приблизительно 6,5 млрд руб. Рентабельность деятельности Компании по показателю FFO до выплаты процентов и налогов с учетом прогноза АКРА на 2018–2020 годы в среднем составит около 40%. Такая высокая рентабельность обусловлена (1) высокой урожайностью по основным культурам и (2) высокой прибыльностью ключевых продуктов (солода и высококачественной пшеницы).

**Средний уровень долговой нагрузки и высокая степень покрытия процентов.** На конец 2017 года долговая нагрузка Авангард-Агро (отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей к выручке) находилась на уровне 5,3x. В то же время с учетом представленных Компанией фактических данных по контрактации продукции на 2018 год АКРА ожидает восстановления в указанном году показателя денежного потока до уровня 2016-го и соответствующего снижения к 2020 году долговой нагрузки до уровня 1,6x. Агентство также отмечает высокую степень покрытия процентных платежей (отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам). Указанный показатель, взвешенный за период с 2015 по 2020 год, прогнозируется на уровне 5,2x.

**Средний уровень денежного потока.** В 2017 году Авангард-Агро продемонстрировала отрицательную рентабельность по FCF: сокращался уровень денежного потока, Компания продолжала использовать выкуп собственных акций в качестве инструмента дивидендной политики. Однако ожидается, что к 2020-му в результате снижения инвестиционной активности на фоне роста операционного денежного потока данный показатель составит 15%, вернувшись к уровню 2015–2016 годов. Достижению таких результатов будут способствовать высокая доходность и отсутствие налога на прибыль.

**Очень высокая доля краткосрочного долга создает риски ликвидности.** В следующие 18 месяцев, начиная с 1 августа 2018 года, объем погашений составит около 39% от общей суммы задолженности, или около 8,5 млрд руб., а с учетом возможного исполнения оферты по облигациям в конце 2018 года — 14,5 млрд руб. По оценкам АКРА, в период с 2018 по 2020 год коэффициент краткосрочной ликвидности будет находиться на уровне 0,9. Указанные риски ликвидности частично компенсируются тем, что отношения Компании с ключевым внешним кредитором, [ПАО Сбербанк \(рейтинг АКРА AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#)), носят устойчивый характер.

## Ключевые допущения

- реализация плана Компании по выручке и операционному денежному потоку на период 2018–2020 годов;
- стабильная площадь сельхозугодий объемом 390 тыс. гектаров, отсутствие покупок новых участков в течение следующих трех лет;
- капитальные вложения на поддерживаемом уровне (500–800 млн руб. в год);
- сохранение рентабельности по FFO до процентных платежей и налогов на уровне около 40%;
- сохранение дивидендных выплат (в форме обратного выкупа акций) на уровне 2017 года (около 3,5 млрд руб. в год).

## Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

«Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности сохранение рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

### К позитивному рейтинговому действию могут привести:

- снижение средневзвешенного отношения общего долга к FFO до чистых процентных платежей ниже уровня 2,0x;

- увеличение уровня краткосрочной ликвидности за счет снижения объемов краткосрочного финансирования и улучшения условий работы с банками-контрагентами.

**К негативному рейтинговому действию могут привести:**

- рост долговой нагрузки выше 3,5x при падении уровня обслуживания долга ниже уровня 2,5x;
- снижение рентабельности по FFO до процентных платежей и налогов ниже 15% при уменьшении показателя FFO до чистых процентных платежей и налогов ниже уровня 5 млрд руб. и снижении рентабельности чистого денежного потока ниже 2%;
- существенное ухудшение доступа к внешним источникам ликвидности;
- ухудшение кредитоспособности Банка АВАНГАРД.

**Оценка собственной кредитоспособности (ОСК):** bbb.**Корректировки:** влияние Группы, -1 ступень от ОСК.

[АО «Авангард-Агро», БО-001P-01 \(RU000A0ZYC31\)](#), срок погашения — 23.09.2027, объем эмиссии — 3 млрд руб. — BBB-(RU).

[АО «Авангард-Агро», БО-001P-02 \(RU000A0ZYH02\)](#), срок погашения — 16.11.2027, объем эмиссии — 3 млрд руб. — BBB-(RU).

**Обоснование.** Эмиссии являются старшим необеспеченным долгом АО «Авангард-Агро». По причине отсутствия структурной и контрактной субординации выпуска АКРА оценивает эти облигации как равные по очередности исполнения другим существующим и будущим необеспеченным и несубординированным обязательствам Компании. В соответствии с методологией АКРА, уровень возмещения по необеспеченному долгу относится ко II категории, в связи с чем кредитный рейтинг эмиссии приравнивается к кредитному рейтингу [АО «Авангард-Агро» — BBB-\(RU\)](#).

**Компоненты рейтинга****Рейтинги выпусков****Регуляторное раскрытие**

Кредитные рейтинги АО «Авангард-Агро» и облигационных выпусков АО «Авангард-Агро» (RU000A0ZYC31, RU000A0ZYH02) были присвоены по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#), [Методологии анализа взаимосвязи компаний внутри группы](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#). При присвоении кредитных рейтингов указанным выпускам также использовалась [Методология присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Впервые кредитные рейтинги АО «Авангард-Агро» и облигационных выпусков АО «Авангард-Агро» (RU000A0ZYC31, RU000A0ZYH02) были опубликованы АКРА 31.07.2017 и 09.10.2017 и 28.11.2017 соответственно. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу АО «Авангард-Агро», а также кредитного рейтинга указанных облигационных выпусков ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (26.07.2018).

Кредитные рейтинги были присвоены на основании данных, предоставленных АО «Авангард-Агро», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитные рейтинги являются запрошенными, АО «Авангард-Агро» принимало участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности АО «Авангард-Агро», не выявлены.

АКРА не оказывало АО «Авангард-Агро» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

(С) 2018

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.