



Российские акции / Потребительский сектор

Beluga Group

Возвращение в свет

BUY

Группа Белуга	BELU
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	MOEX
Целевая цена	₽4 081
Цена сделки	₽2 430
Потенциал роста	68,0%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	5%
Капитализация	₽38,4 млрд
Среднедневной оборот	₽0,115 млрд

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2021	2022П	2023П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	74,90	84,54	106,43
Выручка, г/г	18,3%	12,9%	25,9%
EBITDA, млрд руб.	10,49	11,40	15,47
EBITDA, г/г	13,9%	8,7%	35,7%
Чист. прибыль, млрд руб.	3,86	3,75	6,04
Чистая прибыль, г/г	57,0%	-2,8%	61,1%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность EBITDA	14,0%	13,5%	14,5%
Чистый долг / EBITDA	1,3x	0,9x	0,5x
P/E	9,9x	10,2x	6,4x
EV/EBITDA	5,0x	4,3x	3,0x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	120,0	118,7	191,2
Див. доходность	4,9%	4,9%	7,9%

Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

- «Белуга Групп» — активно развивающийся крупнейший диверсифицированный российский производитель алкоголя, входящий в ТОП-4 глобальных производителей водки. Для обеспечения гармоничного развития бизнеса группа успешно поддерживает баланс между производством, дистрибьюторской деятельностью и розничной торговлей.
- Общий портфель брендов «Белуга Групп» очень широк и насчитывает свыше 150 единиц, из которых почти треть приходится на собственную продукцию. Флагманом портфеля собственных марок является культовый бренд Белуга, входящий в топ-3 суперпремиальных водок мира. В рамках импортного направления группа сотрудничает с полусотней ведущих поставщиков и входит в ТОП-3 ключевых импортеров крепкого алкоголя в России.
- Развитие розничной специализированной сети «Винлаб» должно стать локомотивом роста всей группы в ближайшее время. В 2022-2024 гг. количество магазинов планируется нарастить примерно в 2,5 раза, а вклад розницы в консолидированный показатель EBITDA должен превысить 50%.
- В новых макроэкономических реалиях мы понизили оценку справедливой стоимости одной акции «Белуга Групп» до 4081 рублей, что все равно подразумевает внушительный потенциал роста котировок в размере 68,0% к рыночным уровням. Рекомендация - «ПОКУПАТЬ».

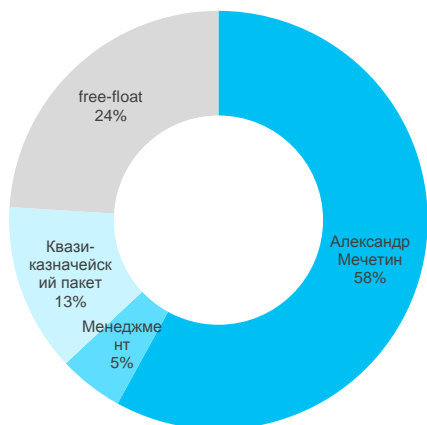
О компании

«Белуга Групп» (BELUGA GROUP) — крупнейший российский производитель алкогольных напитков, входящий в ТОП-4 ведущих глобальных производителей водки (по данным IWSR за 2020 год). Группа активно развивает собственную специализированную розничную сеть «Винлаб», а также входит в тройку ключевых импортеров крепкого алкоголя в России.

«Белуга Групп» была основана в 1999 г. Александром Мечетиным (первоначальное название — группа «Синергия»), который и сегодня является ее председателем правления и ключевым акционером. После прошлогоднего SPO доля акций в свободном обращении увеличилась до 28% (см. диаграмму 1). В настоящий момент группа представляет собой вертикально-интегрированный холдинг с собственной производственной базой, включающей спиртзавод, 5 ликероводочных заводов и винодельческий комплекс совокупной мощностью более 20 млн декалитров в год, крупнейшим в РФ дистрибьюторским каналом, через который поставляется продукция более чем в 200 тыс. розничных точек, а также динамично развивающейся розничной сетью, работающей под брендом «Винлаб».

Ассортимент собственной продукции группы является очень широким и включает все традиционные категории алкогольных напитков. Портфель собственных брендов насчитывает более 45 наименований. Флагманский бренд портфеля — водка Beluga — является лидером по объему продаж в России и СНГ в сегменте «премиум+», а также №3 в мире в

Диаграмма 1. Структура акционеров



Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

суперпремиальном сегменте (по данным IWSR за 2020 год).

Как импортер алкогольной продукции BELUGA GROUP сотрудничает с полусотней поставщиков из 18 стран мира, а ее импортный портфель в настоящий момент насчитывает свыше 110 брендов.

С 2018 года «Белуга Групп» развивает розничную сеть специализированных магазинов «Винлаб», которая стала для группы еще одним каналом продаж, стабильно наращивающим выручку и прибыль. Наличие собственной розничной сети дает группе преимущество сравнительно короткого оборота капитала, быстрой оборачиваемости средств, а также возможности оперативно реагировать на изменение курса валют для регулирования цен. На конец I квартала 2022 года сеть насчитывала 1124 точек против 645 точек на начало 2021 года (см. диаграмму 2). Основными рынками для ритейлера остаются Москва, Санкт-Петербург и Дальний Восток.

В состав «Белуга Групп» также входит компания «ПентАгро», занимающаяся производством продуктов питания. Данный бизнес является непрофильным, его доля в общих продажах группы невелика и потому, в перспективе, велика вероятность деконсолидации данных активов.

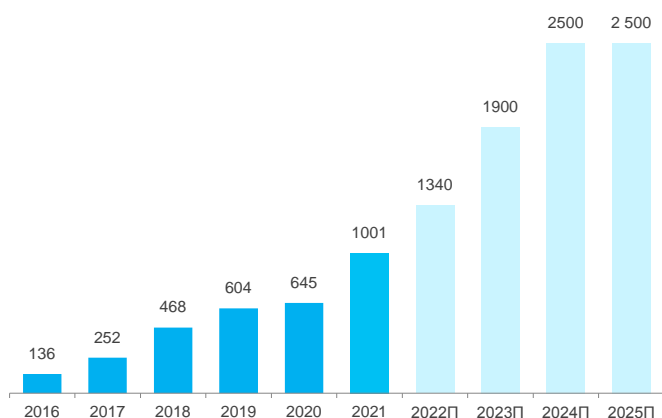
Перспектива развития

Потребление водки в последние годы в России стагнирует. По различным оценкам, за последние 10 лет оно снизилось практически вдвое. Спрос смещается в сторону неводочной продукции и, в первую очередь, вина. Его потребление активно росло в последние годы (доля продаж вина на российском алкогольном рынке выросла с 39% в 2012 году до 45% в 2021 году), и согласно прогнозам, в 2022 - 2024 годах рынок вина в РФ будет и дальше расширяться в среднем на 10% в год.

Собственно, эволюция потребительских предпочтений стимулировала и трансформацию всего бизнеса «Белуга групп» из чистого производителя водки в диверсифицированного продавца алкоголя в том числе за счет запуска дистрибьюторской деятельности. Начав развивать импортное направление с нуля в 2011-2012 годах, по итогам 2021 года компания сформировала за счёт него уже 36% выручки (см. диаграмму 3). При этом за последние четыре года продажи импортного вина «Белуга Групп» уже выросли в три раза, и сегодня на них приходится примерно 2/3 совокупных продаж импортного алкоголя в физическом выражении.

Вдобавок компания активно развивает собственное винное производство на базе винодельческого комплекса «Помесье Голубицкое» (бренд Golubitskoe Estate). На сегодняшний день площадь виноградников составляет 241 га, что позволяет ежегодно выпускать 2,5 млн бутылок вина, тогда как в перспективе площадь посадок планируется увеличить еще на 900 га.

Диаграмма 2. Количество магазинов сети «Винлаб»



Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 3. Структура выручки «Белуга Групп», 2021г.



Благодаря возрастающей коммерческой успешности «Винлаб» сегодня является ключевым сегментом в структуре «Белуга Групп», позволяющим раскрывать потенциал собственных и агентских брендов, и способствующим их экспансии на рынке. По итогам 2021 года на розницу пришлось уже 37% консолидированной выручки. И если ориентироваться

на стратегию развития «Белуги», то это далеко не предел. В обозримой перспективе дальнейшее расширение сети «Винлаб» должно стать локомотивом роста для всей группы, а в течение ближайших трех лет количество розничных точек планируется увеличить в 2,5 раза. (см. диаграмму 2).

Компания ударно начала год, увеличив в I квартале общие отгрузки на 25% в физическом выражении, тогда как отгрузки импортных брендов показали рост на 45,9%, а экспорт прибавил 17,2%. Впрочем, в сегодняшних непростых геополитических реалиях на фоне растущего санкционного давления именно экспортно-импортные операции «Белуги» находятся в зоне максимального риска. Во-первых, появились проблемы с логистикой. Во-вторых, некоторые страны уже ввели запрет на экспорт водки из РФ. В-третьих, ряд поставщиков в перспективе могут отказаться от работы с российским бизнесом, что в моменте негативно скажется на продажах. Впрочем, учитывая значительный опыт работы «Белуги» на алкогольном рынке, компания вполне способна преодолеть потенциальные сложности в долгосрочной перспективе. Однако текущий год может получиться очень непростым.

Финансовые показатели

Из года в год финансовые показатели «Белуга Групп» уверенно росли, при этом в последнее время группа существенно улучшила и рентабельность бизнеса. В результате в 2017-2021 гг. консолидированная выручка компании удвоилась, тогда как показатель EBITDA более чем утроился (см. диаграмму 4). Такая динамика была в первую очередь связана с развитием розничного бизнеса и расширением направления продаж импортной продукции. Здесь группа видит основные драйверы роста для дальнейшего развития на горизонте как минимум пяти ближайших лет. Ожидается, что выручка компании в 2025 году превысит 150 млрд рублей, а среднегодовые темпы ее роста составят порядка 20%. При этом вклад сети «Винлаб» в консолидированный показатель EBITDA группы по планам превысит 50% уже в 2025 году (см. диаграмму 5). При этом рост оборота «Винлаб» помимо развития офлайн сегмента планируется также за счет увеличения доли интернет-продаж и создания специализированного маркетплейса. При этом к 2024 году доля онлайн-продаж в розничной выручке должна по самым консервативным оценкам составить 10-15%.

Несмотря на планируемый рост бизнеса, долговая нагрузка «Белуга Групп» останется под контролем, поскольку основные капитальные затраты на пятилетнем горизонте связаны лишь с расширением розничной сети, а это достаточно скромные величины в масштабах бизнеса всей группы (3,0-3,5 млрд рублей в год при кратно большем чистом денежном потоке). На конец 2021 года соотношение чистого долга (без учета лизинга) и EBITDA «Белуга Групп» находилось на уровне 1,3х, что является более чем комфортным уровнем с точки зрения финансовой устойчивости.

Диаграмма 4. Основные финансовые показатели «Белуга Групп» (в млрд руб.)

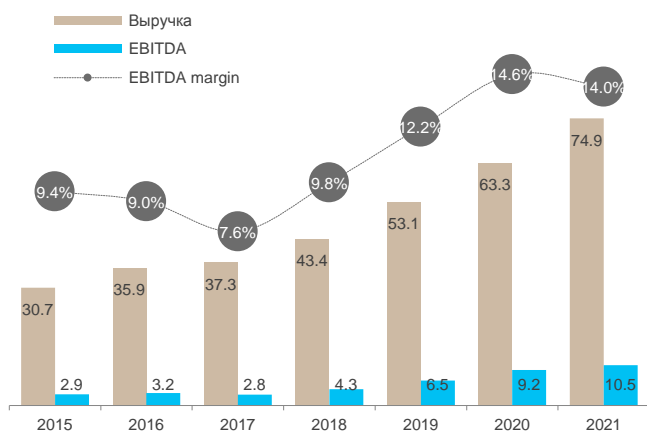
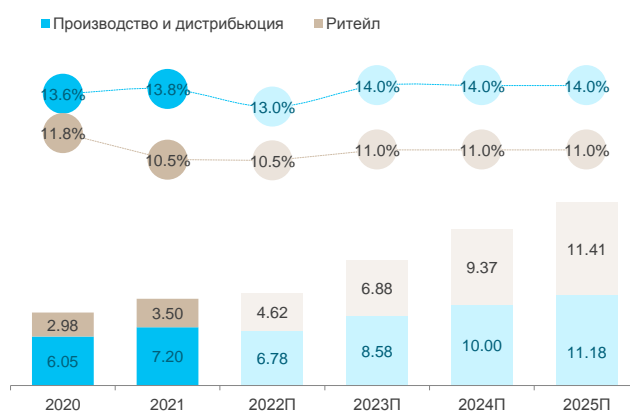


Диаграмма 5. Прогнозные EBITDA и рентабельность EBITDA «Белуга Групп» по сегментам (в млрд руб.)



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Текущая дивидендная политика «Белуга Групп» предусматривает выплаты акционерам минимум 25% от прибыли по МСФО минимум

дважды в год. Однако в случае успешной реализации планов по развитию бизнеса мы видим для компании возможность уже в ближайшие годы перейти к более щедрой дивидендной политике с уровнем выплат более 50% от чистой прибыли по МСФО, что может стать дополнительным фактором привлекательности для акций компании. Собственно, последние два года «Белуга Групп» де-факто направляет акционерам половину консолидированной прибыли.

Оценка стоимости

«Белуга Групп» за счет сочетания производства, дистрибьюторской деятельности и розничной сети является уникальной компанией, у которой нет прямых публичных аналогов среди российских и зарубежных компаний. Поэтому для оценки ее справедливой стоимости мы предпочли использовать модель дисконтированных денежных потоков (DCF). При этом мы исключили из модели непрофильный сегмент продуктов питания, так как он уже сейчас имеет очень скромный вес, а в перспективе может быть полностью продан. С учетом роста страновых рисков взвешенный коэффициент дисконтирования (WACC) для данного эмитента по нашим оценкам составляет 18%. Расчеты справедливой стоимости приведены в таблице ниже. Соблюдая консерватизм в оценке, мы используем долгосрочную ставку роста бизнеса (Terminal Growth Rate) в размере 1%.

Таблица 1. DCF-модель «Белуга Групп»

		2022	2023	2024	2025	2026	TV
Выручка	млрд руб.	84,5	106,4	131,4	154,0	161,7	
ЕБИТ	млрд руб.	7,5	10,4	12,9	16,1	17,2	
ЕБИТ*(1-T)	млрд руб.	6,0	8,3	10,3	12,9	13,8	
Амортизация	млрд руб.	3,9	5,1	6,5	6,5	6,5	
CAPEX	млрд руб.	-3,2	-2,8	-3,1	-3,0	-1,0	
изм. WC	млрд руб.	-0,7	0,1	0,4	0,5	0,5	
FCF	млрд руб.	6,0	10,7	14,1	16,9	19,8	
WACC		18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
Коэф. дисконтирования		0,82	0,67	0,55	0,45	0,37	
Terminal Growth Rate							1,0%
Terminal Value	млрд руб.						117,4
NPV FCF	млрд руб.	4,9	7,2	7,8	7,6	7,3	43,5
EV	млрд руб.	78,4					
Чистый долг	млрд руб.	13,9					
Оценка компании	млрд руб.	64,5					
Кол-во акций	млн шт.	15,8					
Целевая цена	руб.	4 081					
Текущая цена	руб.	2 430					
Потенциал роста		68,0%					

Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом.
- Санкционное давление на российский бизнес в перспективе способно нарушить цепочки экспортно-импортных поставок алкоголя в РФ, что негативно отразится на финансовых результатах группы.
- Сегмент продаж крепкого алкоголя в России стагнирует и характеризуется высокой конкуренцией, что в перспективе может негативно сказаться на загрузке собственных мощностей и на динамике продаж оптовых и розничных продаж группы.
- Алкогольная отрасль традиционно является объектом самого пристального внимания со стороны государства. Возможны регуляторные нововведения, такие как рост акцизов или импортных пошлин, которые ухудшат финансовое положение игроков данного рынка.
- Главным локомотивом роста финансовых показателей

«Белуга Групп» на горизонте ближайших лет является розничное направление. Если группа будет отставать от плана-графика по вводу новых супермаркетов «Винлаб» и развитию онлайн-продаж, финансовые результаты окажутся хуже ожидаемых.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

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

ПОКУПАТЬ

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

НА УРОВНЕ РЫНКА

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

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

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

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

Otkritie © 2022

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

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

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

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

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

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

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

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

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

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

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

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.



открытие

Инвестиции

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

+7 (495) 232-99-66

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

clients@open.ru

vk.com/openbroker

fb.com/openbroker

Личные брокеры

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

+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

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

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российский рынок акций

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Эркен Кичибаев

Аналитик, международный рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков

Ведущий аналитик, еврооблигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, рублевые облигации

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования