



Российские акции / Потребительский сектор

Beluga Group

Возвращение в свет

BUY

Группа Белуга	BELU
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽7 300
Цена сделки	₽5 600
Потенциал роста	30,0%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	7%
Капитализация	₽87 млрд
Среднедневной оборот	₽115 млн

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчётный год	2022	2023П	2024П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	97,3	126,0	155,3
Выручка, г/г	29,9%	29,5%	23,2%
ЕБИТДА, млрд руб.	17,9	23,1	27,8
ЕБИТДА, г/г	14%	71%	29%
Чист. прибыль, млрд руб.	8,4	11,9	13,9
Чистая прибыль, г/г	119%	41%	17%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	18,4%	18,3%	17,9%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,4x	1,3x	1,4x
Р/Е	4,3x	6,1x	5,2x
EV/ЕБИТДА	5,0x	5,4x	4,5x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	625 ₽	912 ₽	797 ₽
Див. доходность	11,3%	16,5%	14,4%

Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

- «Белуга Групп» (BELUGA GROUP) — крупнейший производитель алкогольных напитков в РФ, входящий в ТОП-4 ведущих глобальных производителей водки. Группа активно развивает собственную специализированную розничную сеть «ВинЛаб», а также входит в тройку ключевых импортёров крепкого алкоголя в РФ.
- «Белуга» работает на стабильном рынке с минимальной подверженностью негативным макроэкономическим колебаниям, который к тому же покидают иностранные конкуренты. Компания в целом сумела преодолеть логистические сложности и переложить на потребителя возросшие издержки, благодаря чему отгрузки продукции в 2022 году выросли на 7% в физическом выражении.
- Развитие розничной сети «ВинЛаб» должно стать локомотивом роста всей группы в обозримой перспективе. В ближайшие три года количество магазинов планируется нарастить еще почти в 2 раза, тогда как вклад розницы в консолидированный показатель ЕБИТДА уже достиг 50%.
- Растущий бизнес, улучшение маржинальности и умеренный уровень долговой нагрузки позволяют «Белуге» стабильно наращивать дивиденды. Согласно обновленной дивидендной политике компания планирует направлять акционерам не менее 50% прибыли по МСФО, хотя фактический payout уже значительно выше. По нашим оценкам, дивидендная доходность акций компании по итогам 2023 года может составить более 13% при том, что в дальнейшем выплаты будут увеличиваться.
- Исходя из финансовых результатов за I полугодие 2023 года мы повысили оценку справедливой стоимости одной акции «Белуга Групп» до 7 300 рублей, что подразумевает потенциал роста котировок в размере 30,0% к рыночным уровням и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

О компании

«Белуга Групп» — крупнейший российский производитель алкогольных напитков, входящий в топ-4 ведущих глобальных производителей водки (по данным IWSR за 2021 год). Группа активно развивает собственную специализированную розничную сеть «ВинЛаб», а также входит в тройку ключевых импортёров крепкого алкоголя в России. «Белуга Групп» была основана в 1999 г. Александром Мечетиным (первоначальное название — группа «Синергия»), который и сегодня является её председателем правления и ключевым акционером.

В настоящий момент группа представляет собой вертикально-интегрированный холдинг с собственной производственной базой, включающей спиртзавод, 5 ликёроводочных заводов и винодельческий комплекс совокупной мощностью более 20 млн декалитров в год, с 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».

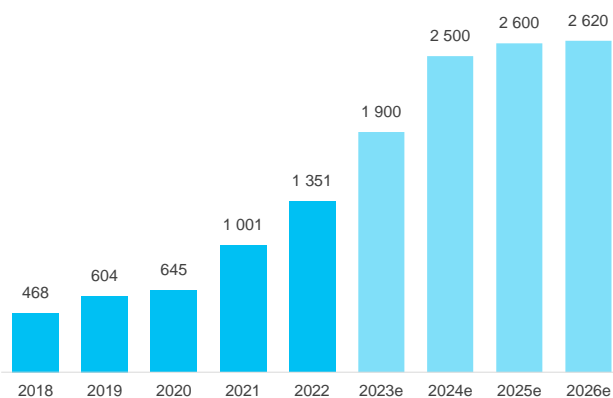
Финансовые результаты и выплаты акционерам

Несмотря на снижение общих отгрузок в I полугодии 2023 года на 6% из-за высокой базы первой половины 2022 года, компания в указанный период увеличила выручку на 14% г/г до 47,9 млрд рублей. Показатель EBITDA вырос на 5% г/г до 7,6 млрд рублей, чистая прибыль подскочила на 35% г/г до 3 млрд рублей. Такие результаты были в первую очередь достигнуты за счет увеличения продаж в премиум-сегменте, расширения импортного портфеля, а также продолжающегося роста розничной составляющей бизнеса. Сеть «ВинЛаб» в I полугодии 2023 года вышла на целевые уровни по открытию магазинов с динамикой +22% г/г (количество торговых точек превысило 1500), нарастив объемы продаж на 33,5% как за счет роста трафика на +27%, так и среднего чека на +5%. При этом доля электронной коммерции в сети увеличилась до 7,3% против 5,8% в прошлом году, что также положительно влияет на конечную маржинальность.

В то же время сокращение рентабельности по EBITDA на 120 б.п. до 16% компания объясняет нормализацией бизнеса к целевым уровням, которые более устойчивы в среднесрочной перспективе по сравнению с исключительными финансовыми результатами I полугодия 2022г. Также подчеркнем, что показатель «прибыль на акцию» (EPS) увеличился в отчетном периоде на 60% г/г до 267 руб. не только за счет роста прибыли, но и благодаря тому, что «Белуга» активно выкупала собственные акции в конце 2022 года, пользуясь их недооцененностью в моменте. В то же время долговая нагрузка «Белуги» на середину года оставалась в достаточно комфортной зоне: соотношение «чистый долг / LTM EBITDA» находилось на уровне 2,0х.

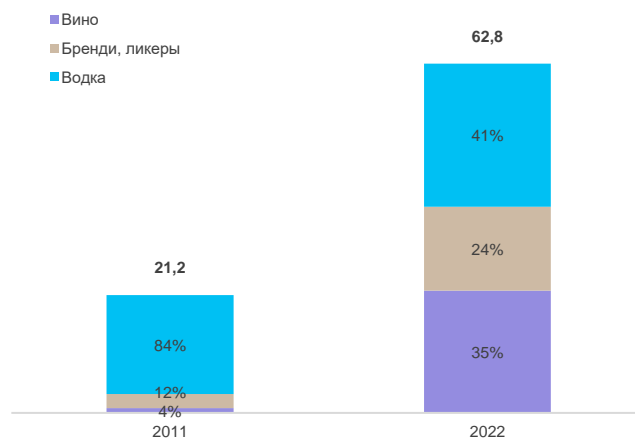
Учитывая сильные результаты и уверенный кредитный профиль, совет директоров компании рекомендовал утвердить выплату промежуточных дивидендов в размере 320 рублей на акцию (всего 3,65 млрд рублей или 120% от полугодовой прибыли). Таким образом, промежуточная дивидендная доходность составляет 5,7%, а с учетом сезонно более сильного II полугодия (за последние 5 лет более 70% чистой прибыли компании генерировалось во втором полугодии), совокупная дивидендная доходность по итогам 2023 г. может быть в районе 13-14%.

Диаграмма 2. Количество магазинов сети «ВинЛаб»



Источники: данные, компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 3. Структура выручки в разрезе ключевой продукции



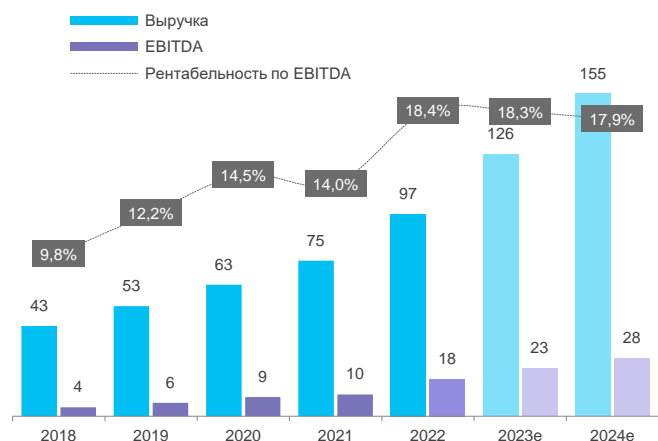
Инвестиционные тезисы

- **Растущий бизнес в защитном секторе экономики.** Спрос на алкоголь в РФ остаётся стабильным и даже увеличивается во время негативной фазы экономического цикла. При этом, хотя потребление водки в последние годы сокращается, спрос устойчиво смещается в сторону неводочной продукции и, в первую очередь, вина. Собственно, эволюция потребительских предпочтений стимулировала и трансформацию всего бизнеса «Белуги» из чистого производителя водки в диверсифицированного продавца алкоголя в том числе за счёт запуска дистрибьюторской деятельности (см диаграмму 3). К тому же помимо продаж импортного вина «Белуга» активно развивает собственное винное производство на базе винодельческого комплекса «Поместье Голубицкое» (бренд Golubitskoe Estate). Вдобавок компания, в целом, адаптировалась к сложностям с импортными

поставками алкоголя, и теперь постепенно занимает долю рынка, которую освобождают некоторые западные бренды.

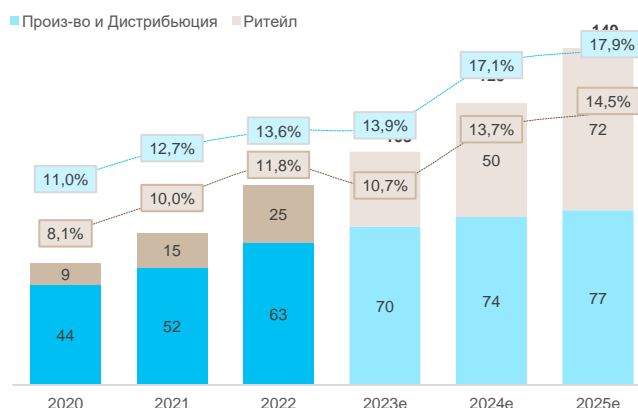
- **Развитие розницы как дополнительный драйвер роста.** Ещё одним важным драйвером роста для «Белуги» является развитие собственной розничной сети. Благодаря возрастающей коммерческой успешности «ВинЛаб» сегодня является ключевым сегментом в структуре группы, позволяющим раскрывать потенциал собственных и агентских брендов. По итогам 6 месяцев 2023 года на розницу пришлось уже почти 50% консолидированной выручки группы. И если ориентироваться на стратегию развития «Белуги», то это далеко не предел, поскольку в течение ближайших трёх лет число розничных точек планируется увеличить почти в 2 раза (см. диаграмму 2).
- **Высокий потенциал дивидендных выплат.** Растущий бизнес, улучшение маржинальности и умеренный уровень долговой нагрузки позволяют «Белуге» стабильно наращивать дивиденды. В октябре 2022 г. совет директоров компании утвердил обновлённую дивидендную политику, согласно которой акционерам «Белуги» будет ежегодно направляться не менее 50% скорректированной прибыли по МСФО (вместо 25%, как было ранее). При этом, текущий запас финансовой прочности позволяет производить существенно более высокие отчисления. По нашим оценкам, дивидендная доходность акций компании по итогам 2023 году может составить более 13% при том, что в дальнейшем выплаты будут увеличиваться.
- **Менеджмент мотивирован долей в бизнесе.** «Белуга» внедрила 5-летний план мотивации для своего топ-менеджмента, который вступил в силу 16 февраля 2022 года. Программа предполагает предоставление вознаграждения в виде акций компании при условии прироста капитализации, выраженного в долларах США, в 5-летний период, а также сохранение трудовых отношений. Размер мотивационной программы составляет 3% уставного капитала и зарезервирован из квазиказначейского пакета акций компании (то есть не предполагает размытия акционерного капитала).

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



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

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



Оценка стоимости

«Белуга Групп» за счёт сочетания производства, дистрибьюторской деятельности и розничной сети является уникальной компанией, у которой нет прямых публичных аналогов в России и за рубежом. Поэтому для оценки её справедливой стоимости мы предпочли использовать модель дисконтированных денежных потоков (DCF), а также модель дисконтирования дивидендов (DDM) с весом 50/50. 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 учётом роста страновых рисков взвешенный коэффициент дисконтирования (WACC) для данного эмитента по нашим оценкам составляет 23,7% в 2023 году, после чего мы ожидаем плавное снижение премии за риск в акционерном капитале. Расчёты справедливой стоимости компании представлены в таблице ниже:

Таблица 1. DCF-модель «Белуга Групп»

млрд руб. (иное указано)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	cagr 22-26
Выручка	53,1	63,3	74,9	97,3	126,0	155,3	172,9	177,9	16%
Рост год к году, %	22%	19%	18%	30%	30%	23%	11%	3%	
ЕБИТДА	6,5	9,2	10,5	17,9	23,1	27,8	31,2	30,4	
маржа %	12,2%	14,5%	14,0%	18,4%	18,3%	17,9%	18,0%	17,1%	
Чистая прибыль	1,4	2,5	3,9	8,4	11,9	13,9	17,4	17,0	19%
маржа %	2,7%	3,9%	5,2%	8,7%	9,5%	9,0%	10,1%	9,5%	
Изм. в рабочем капитале	-2,2	-0,3	-0,2	-8,3	-6,8	-10,9	-10,1	6,6	
капзатраты	-1,7	-1,1	-2,3	-3,4	-3,6	-3,8	-4,0	-4,2	
скорр. СДП	2,3	7,4	8,0	5,1	9,1	8,9	12,0	27,8	
Прибыль на акцию, руб.	104 Р	197 Р	294 Р	645 Р	912 Р	1 063 Р	1 330 Р	1 297 Р	19%
скорр. СДП на 1 акцию	173 Р	596 Р	617 Р	390 Р	693 Р	677 Р	917 Р	2 123 Р	53%
дивиденд на 1 акцию	32 Р	100 Р	120 Р	625 Р	912 Р	797 Р	998 Р	714 Р	3%
дивиденд, % от ЧП	31%	51%	41%	97%	100%	75%	75%	55%	
Оценка стоимости акций:									
DCF, на 1 акцию									
DCF (2023-26)	2 679								
TV	9 785								
EV	12 464								
[-] чистый долг	-2 306								
Стоимость 1 акции, руб	10 157								
DDM, на 1 акцию									
DDM (2023-26)	2 205								
TV	2 237								
Стоимость 1 акции, руб	4 442								
50/50, руб	7 300 Р								
потенциал	30%								

Источники: расчёты Открытие Research

Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом и акции «Белуга Групп» в частности.
- 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 и/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»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Otkritie © 2023

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

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, 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.

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

Алексей Павлов, PhD
Начальник управления

Иван Авсейко
Ведущий аналитик, российские акции

Владимир Малиновский
Начальник отдела анализа долгового рынка

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик, глобальные исследования