

# Группа БЕЛУГА

## Рост дивидендов поддержан высокой прибылью

- Группа БЕЛУГА (МОЕХ: BELU) отчиталась о сильных финансовых результатах за 2020 г.** Выручка компании выросла на 23% до 63.3 млрд руб. в 2020г., на фоне роста объемов продаж на 11% г/г и расширения операций ритейла. Объемы продаж выросли на 10.7% г/г в 2020г. до 17.37млн 9-литровых кейсов. EBITDA увеличилась на 42% г/г до 9.2 млрд руб. и чистая прибыль выросла на 82% г/г до 2.8 млрд руб. Компания продала птицефабрику в Саратовской области, показав убыток от проданных активов 342 млн руб. за 2020г. На чистую прибыль повлиял единоразовый убыток 630 млн руб. от курсовых разниц. В целом, валовая маржа компании составила 36% в 2020г. по сравнению с 38% в 2019г., тогда как операционная маржа достигла 10.8% в 2020г. против 8.7% в 2019г. Компания сократила общие и административные расходы на 2.1% г/г за год. Коммерческие расходы выросли на 9.8% г/г в 2020г. из-за роста операций ритейла. Компания увеличила прибыль на акцию до 197.47 с 103.71 рублей годом ранее.
- Группа БЕЛУГА подтвердила лидирующие позиции на рынке алкогольной продукции России.** Компания стала крупнейшим производителем водки и ЛВИ по объемам в России за 2020г. с долей рынка 13.1%. БЕЛУГА достигла доли рынка 41.9% в категории виски в России по объемам производства и 11.7% доли рынка в сегменте бренди. Группа БЕЛУГА владеет №3 брендом среди водочных брендов в мире и №4 наиболее популярным брендом водки по объемам, став девятой наиболее популярной алкогольной компанией в мире. Бренд Архангельская стал №1 брендом водки в России среди быстро растущих брендов Niesen. Компания продолжила инвестировать в новые бренды, включая Orthodox, Parka и Tete de Cheval. Новые партнерские бренды, такие как Fireball, J.P. Chenet, Noy и Mateus также были успешно добавлены к портфелю брендов компании.
- Сеть специализированных магазинов ВИНЛАБ предоставила сильную платформу для продаж группы в течение периода пандемии.** Выручка ритейла выросла на 46% г/г в 2020г. а рост EBITDA достиг 95% г/г. Рост прибыльных магазинов ВИНЛАБ и возросшее количество супермаркетов сети стали ключевыми факторами роста в прошлом году. Генеральный директор группы Александр Мечетин сказал, что сеть ВИНЛАБ является эффективной платформой для быстрого запуска новых брендов компании и имеет сильные синергии с производственным подразделением компании. Группа управляет портфелем из более чем 150 брендов, предлагая широкий выбор в сети. Компания планирует увеличить количество магазинов до 1,000 в 2021г. и до 1,500 за следующие три года. Мы оцениваем, что капзатраты, связанные с ростом сети в 2021г., составят 1,700 млн руб. ВИНЛАБ планирует открыть супермаркеты в Московской области, Санкт-Петербурге и на Дальнем Востоке. ВИНЛАБ обеспечил 32% от EBITDA группы в 2020г., продавая 10% от объема собственных брендов и 39% от объема партнерских брендов. Онлайн бизнес ВИНЛАБ выиграл от карантинных мер, регистрируя 17,500 заказов в месяц и быстро став значительным каналом продаж группы.
- Группа БЕЛУГА рекомендовала дивиденд 90 руб. на акцию и 100 руб. на акцию за весь 2020г.** Группа заплатит 50.2% от чистой прибыли по МСФО за 2020г. Акционеры одобряют дивиденды на собрании 22 апреля 2021г. с датой отсечения 6 мая 2021г. Компания может увеличить пакет акций в свободном обращении за счет казначейских акций. Группа подтвердила продолжение роста продаж в 2021г. на >7% в январе-феврале. Мы оцениваем диапазон 12-месячной цены акций 3,757-4,949 руб. на акцию. Цена акции BELU выросла на 73% с начала года. Акции торгуются на EV/EBITDA 3.3x-4.6x и P/E 5.7x-7.5x на прогнозах на 2021-2022гг., что составляет дисконт 77-85% к мировым и 52-55% к российским компаниям на оценках 2021-22гг. EV/EBITDA.

<b>Дата:</b>	<b>15 марта 2021</b>
<b>Тикер</b>	<b>BELU</b>
Биржа	МОЕХ
Текущая цена, руб	2,423
Количество выпущенных акций	15,800,000
Количество акций в обращении	12,416,947
Капитализация, млн руб	30,086
Акции в свободном обращении, %	17%

**Группа БЕЛУГА** – одна из крупнейших компаний российского алкогольного рынка. Группа управляет портфелем собственных и импортных брендов, производя и продавая высококачественные спиртные напитки и вино. Группа контролирует около 13.1% объемов производства водки и 11.7% производства бренди в России за 2020г. Бренд группы Беленькая среди топ-20 бестселлеров водки в мире. Ключевые бренды водки группы: Beluga, Мягков, Беленькая, Архангельская, Царь, Снежная сова и Медная Лошадка; игристое вино Vogue; и бренды Золотой Резерв и Бастион. Продукция группы продается в более чем 90 странах.

*Группа БЕЛУГА является клиентом Hypothesis Research Limited.*

Марина Алексеенкова  
Аналитик

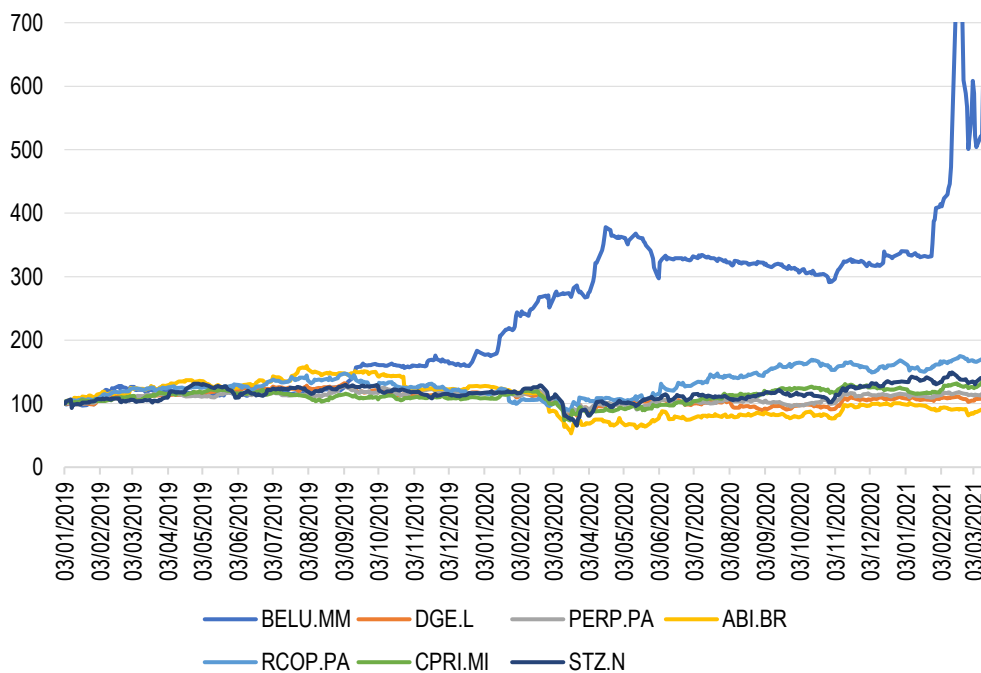
ma@hypothesisresearch.co.uk

Рис. 1. Рост продаж основных брендов Группы БЕЛУГА в 2020г.

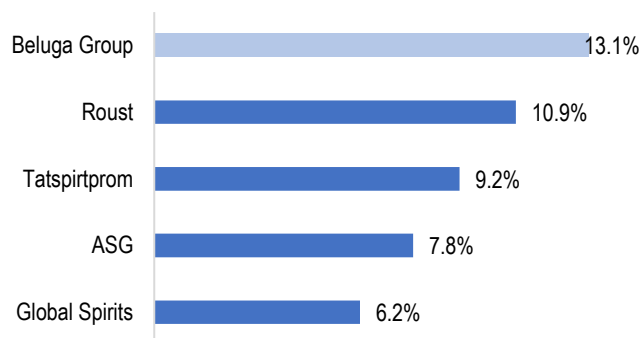


Источник: данные компании

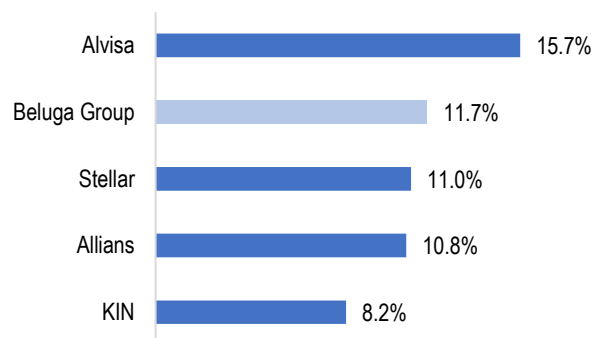
Рис. 2. Относительная динамика цен акций компаний алкогольного сектора (3/1/2019=100)



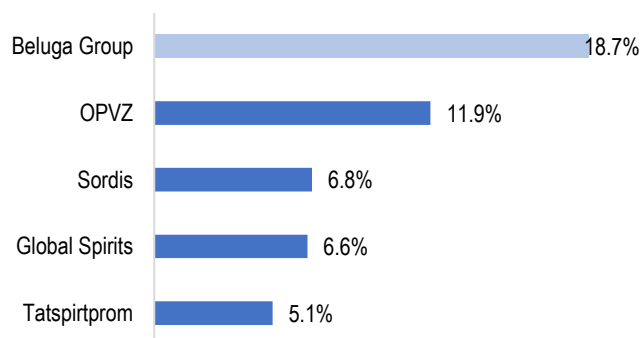
Источник: Datastream

**Рис. 3. Топ-5 производителей водки и ЛВИ в РФ – доля рынка**

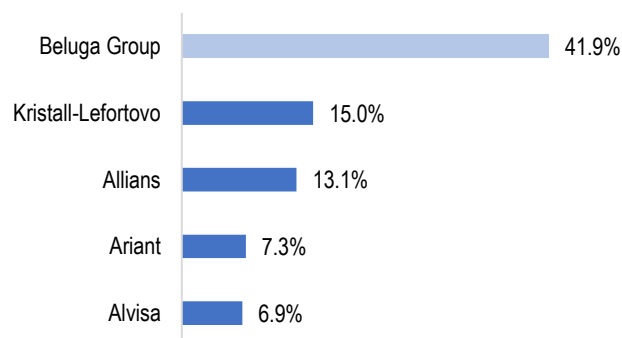
Источник: Росстат 2020

**Рис. 4. Топ-5 производителей бренди в РФ – доля рынка**

Источник: Росстат 2020

**Рис. 5. Топ-5 производителей ликеров в РФ – доля рынка**

Источник: Росстат 2020

**Рис. 6. Топ-5 производителей виски в РФ – доля рынка**

Источник: Росстат 2020

**Рис. 7. Сокращенный отчет о прибыли и убытках Группы БЕЛУГА, млн руб.**

Млн руб	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	37,303	43,411	51,270	63,292	70,078	82,311	95,121	108,942	123,182
Себестоимость	23,628	26,521	31,916	40,614	44,452	51,851	59,734	68,020	76,738
Валовая прибыль	13,675	16,890	19,354	22,678	25,626	30,460	35,387	40,923	46,444
Валовая маржа	36.7%	38.9%	37.7%	35.8%	36.6%	37.0%	37.2%	37.6%	37.7%
Общие и админ. расходы	2,951	3,102	2,910	2,849	3,398	3,963	4,566	5,199	5,866
Коммерческие расходы	7,719	10,269	11,829	12,985	14,212	16,578	19,098	21,747	24,534
Операционная прибыль	2,848	3,273	4,457	6,842	8,014	9,916	11,720	13,973	16,040
Операционная маржа	7.6%	7.5%	8.7%	10.8%	11.4%	12.0%	12.3%	12.8%	13.0%
Чистые финансовые затраты	1,931	2,059	2,392	3,267	2,648	2,902	3,077	3,057	2,953
Прибыль до налогообложения	917	1,214	2,065	3,575	5,365	7,015	8,643	10,915	13,087
Налог на прибыль	262	276	530	774	1,341	1,754	2,161	2,729	3,272
Чистая прибыль	655	938	1,535	2,801	4,024	5,261	6,482	8,187	9,815
Чистая маржа	1.8%	2.2%	3.0%	4.4%	5.7%	6.4%	6.8%	7.5%	8.0%
EBITDA	3,616	4,251	6,505	9,207	10,149	12,157	14,172	16,609	18,635
EBITDA маржа	9.7%	9.8%	12.7%	14.5%	14.5%	14.8%	14.9%	15.2%	15.1%
Прибыль на акцию	35	68	104	197	324	424	523	660	791

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 8. Сокращенный Балансовый отчет Группы БЕЛУГА, млн руб.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Активы</b>									
Основные средства	6,501	9,898	13,885	12,880	13,179	14,428	15,507	15,262	15,159
Гудвил	230	3,511	3,511	3,511	3,644	3,772	3,904	4,021	4,142
Инвестиции в зависимые компании	1,095								
Нематериальные активы	8,612	10,091	10,017	10,071	10,454	10,820	11,198	11,534	11,880
Прочие долгосрочные активы	409	530	260	289	300	310	321	331	341
Отложенные налоговые активы	1,014	1,401	1,786	1,595	1,656	1,714	1,774	1,827	1,882
Всего внеоборотные активы	17,861	25,431	29,459	28,346	29,232	31,044	32,704	32,975	33,404
<b>Оборотные активы</b>									
Запасы	9,745	12,666	16,181	16,486	23,755	27,708	31,921	36,349	41,007
Биологические активы	240	165	159	-	217	255	295	338	382
Дебиторская задолженность	11,806	8,049	9,813	12,520	14,373	16,882	19,509	22,344	25,264
Авансы выданные	470	595	605	550	827	971	1,122	1,286	1,454
Авансовые платежи по налогу на прибыль	42	133	126	157	175	205	236	269	303
Активы для продажи	12								
Деньги и денежные средства	819	1,083	1,085	4,890	301	527	818	1,708	1,758
Всего оборотные активы	23,134	22,691	27,969	34,603	39,648	46,548	53,902	62,292	70,168
Всего активы	40,995	48,122	57,428	63,530	68,880	77,592	86,606	95,267	103,572
Всего собственный капитал	18,683	18,167	18,832	20,051	22,055	24,675	27,903	31,980	36,868
Неконтролирующая доля участия	765	1,136	1,201	294	323	362	409	469	541
Всего капитал и резервы	19,448	19,303	20,033	20,345	22,378	25,037	28,312	32,449	37,409
<b>Долгосрочные обязательства</b>									
Кредиты и облигации	10,112	12,419	12,628	16,487	18,487	17,487	16,487	16,819	16,686
Долгосрочная кредиторская задолженность	-	840	580	-	808	942	1,086	1,236	1,395
Отложенные налоговые обязательства	844	820	1,077	1,298	1,500	1,750	2,016	2,295	2,590
Всего долгосрочные обязательства	10,956	14,079	16,611	19,520	22,270	21,432	20,654	21,257	20,671
<b>Краткосрочные обязательства</b>									
Кредиты и облигации	900	467	2,388	808	1,808	5,308	8,308	8,476	8,409
Trade and other payables	9,355	13,917	16,800	20,262	20,963	24,452	28,170	32,077	36,189
Задолженность по налогу на прибыль	336	356	364	707	175	205	236	269	303
Всего краткосрочные обязательства	10,591	14,740	20,784	23,206	24,233	31,122	37,640	41,562	45,493
Всего капитал и обязательства	40,995	48,122	57,428	63,530	68,880	77,592	86,606	95,267	103,572

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 9. Сопоставимые мультипликаторы по компаниям потребительского сектора

Наименование	Рын.кап- ция, \$млн	EV, \$mn	P/E Fwd 1Y	P/E Fwd 2Y	P/E Fwd 3Y	EV/ EBITDA 1Y fwd	EV/ EBITDA 2Y fwd	EV/ EBITDA 3 fwd	EV/ Выручка 1y fwd	EV/ Выручка 2y fwd	EV/ Выручка 3y fwd
Группа БЕЛУГА	411	638	7.5	5.7	4.6	4.6	3.8	3.3	0.7	0.6	0.5
Дисконт к глобальным компаниям			-75%	-78%	-80%	-85%	-77%	-78%	-86%	-87%	-88%
Дисконт к производителям алкоголя			-79%	-81%	-83%	-79%	-80%	-82%	-90%	-91%	-91%
Дисконт к российским компаниям			-68%	-75%	-75%	-55%	-52%	-56%	-20%	-23%	-30%
<b>Глобальный сектор алкогольных напитков</b>											
Diageo PLC	97643	117120	26.4	23.5	21.7	20.3	18.6	17.3	6.9	6.5	6.2
Pernod Ricard SA	50464	60258	29.1	25.6	22.9	19.6	17.7	16.3	5.9	5.5	5.3
Anheuser Busch Inbev NV	106389	199632	20.5	17.5	15.6	10.6	9.9	9.3	3.9	3.7	3.6
Heineken NV	62594	80590	27.7	22.1	19.5	14.1	12.3	11.3	3.2	2.9	2.8
Remy Cointreau SA	9774	10223	61.9	49.0	43.2	33.5	28.2	25.4	8.4	7.6	7.0
Carlsberg A/S	24806	29020	22.1	19.5	17.5	12.0	11.2	10.6	2.8	2.7	2.6
Davide Campari Milano SpA	13648	14801	43.7	36.6	33.2	26.9	23.7	21.9	6.6	6.2	5.8
Molson Coors Beverage Co	10114	17828	11.9	11.1	10.6	8.3	8.1	8.0	1.7	1.7	1.7
Brown-Forman Corp	33498	35051	42.2	38.5	34.9	30.1	27.5	25.5	10.3	9.6	9.1
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	340800	361625	36.9	32.3	28.7	18.1	16.0	15.1	5.4	5.0	4.6
Constellation Brands Inc	43911	55083	23.8	22.1	18.9	17.4	16.8	15.4	6.5	6.5	6.1
Heineken Holding NV	26958	53161	23.5	17.6	15.6	NaN	NaN	NaN	2.0	1.8	1.8
Boston Beer Company Inc	13321	13162	46.7	37.0	32.1	26.8	20.6	17.5	5.4	4.4	3.9
Royal Unibrew A/S	5298	5640	25.7	24.2	22.8	17.8	17.1	16.3	4.4	4.3	4.1
C&C Group PLC	1301	1745	NaN	24.9	14.9	192.1	13.8	10.8	1.6	1.1	1.0
Stock Spirits	771	798	15.5	14.7	13.8	9.5	9.1	8.6	1.9	1.9	1.8
<b>Среднее</b>			<b>30.5</b>	<b>26.0</b>	<b>22.9</b>	<b>30.5</b>	<b>16.7</b>	<b>15.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>
<b>Среднее по компаниям спиртных напитков</b>			<b>34.9</b>	<b>30.3</b>	<b>27.2</b>	<b>21.9</b>	<b>19.7</b>	<b>18.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>
Magnit PAO	7142	14583	12.6	12.3	11.2	6.7	5.9	7.7	0.6	0.6	0.6
X5 Retail Group NV	9152	19389	16.3	13.8	11.7	6.2	5.7	5.2	0.7	0.6	0.6
Lenta Ltd	1708	2971	8.5	8.8	NaN	5.1	5.1	5.4	0.5	0.5	0.4
O'Key Group SA	215	991	22.6	11.2	11.0	5.4	5.1	4.7	0.4	0.4	0.4
Detskiy Mir PAO	1407	2164	10.3	9.1	8.8	7.2	5.7	5.1	1.0	0.9	0.8
Eurocash SA	491	1195	19.1	14.9	12.2	5.5	5.3	4.8	0.2	0.2	0.2
Sok Marketler Ticaret AS	1031	1202	23.5	18.3	NaN	4.0	3.4	NaN	0.4	0.3	NaN
Dino Polska SA	6642	6885	32.0	24.9	21.4	20.3	16.0	13.6	2.0	1.6	1.4
BIM Biresik Magazalar AS	5798	6105	16.9	14.2	NaN	8.3	7.2	NaN	0.7	0.6	NaN
Migros Ticaret AS	969	1437	31.0	15.6	11.3	4.2	3.8	3.3	0.3	0.3	0.2
LPP SA	4109	4521	NaN	44.6	30.6	12.3	11.3	8.5	2.0	1.8	1.6
Ros Agro PLC	1641	2899	5.1	7.1	7.3	6.4	7.5	7.3	1.4	1.3	1.2
CCC SA	1368	2180	NaN	67.3	26.0	36.2	9.6	8.5	1.6	1.2	1.1
Shoptite Holdings Ltd	5724	7262	17.3	16.0	14.5	7.6	7.1	6.7	0.7	0.6	0.6
President Chain Store Corp	10361	12038	26.5	24.7	20.2	13.0	13.5	11.0	1.2	1.2	1.1
GS Retail Co Ltd	2503	5152	14.1	11.8	9.9	7.1	7.0	6.6	0.6	0.6	0.6
Pick N Pay Stores Ltd	1721	2673	20.9	16.9	14.5	7.1	6.4	6.4	0.4	0.4	0.4
BGF Retail Co Ltd	2638	2745	18.1	16.0	15.8	6.6	6.4	5.6	0.5	0.4	0.4
Grupo Comercial Chedraui SAB de CV	1475	2793	11.9	11.0	9.8	5.5	5.2	4.9	0.4	0.4	0.4
Sumber Alfaria Trijaya	2841	2926	36.9	31.5	26.2	10.8	9.6	8.8	0.6	0.5	0.5
Taiwan FamilyMart	2110	2688	27.5	24.1	21.5	7.5	6.8	6.2	0.9	0.8	0.8
Jiayayue Group	2119	1958	26.6	21.6	18.5	11.7	9.6	9.4	0.7	0.6	0.5
La Comer SAB de CV	1527	1445	28.3	24.4	22.7	9.8	8.1	7.9	1.0	0.9	0.9
7-Eleven Malaysia Holdings	376	644	23.0	19.2	18.1	7.7	8.2	7.9	0.9	0.8	0.8
<b>Среднее по РФ</b>			<b>12.6</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
<b>Среднее по потребительскому сектору</b>			<b>23.4</b>	<b>23.2</b>	<b>18.3</b>	<b>10.3</b>	<b>8.0</b>	<b>7.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>

Источник: Datastream, Hypothesis Research

# Важная информация

## Сертификация аналитика и раскрытие информации

Данный отчет был подготовлен и выпущен компанией Hypothesis Research Limited (“Hypothesis”) в соответствии с политикой Hypothesis по управлению конфликтами интересов, возникающими в результате публикации и распространения настоящего и других аналитических отчетов. Hypothesis авторизован и регулируется Financial Conduct Authority (“FCA”). Этот отчет подготовлен аналитиком, чье имя указано на первой странице отчета.

Информация, содержащаяся в данном отчете, предполагается для использования профессиональными клиентами и контрагентами в соответствии с секцией 3 FCA Conduct of Business rules. Наш отчет не предполагается к использованию розничными инвесторами в Великобритании и других странах.

Данный отчет не предполагается для распространения в странах, где его распространение ограничено законом. Пользователи отчета должны следовать данной политике и самостоятельно определить, если такие ограничения существуют.

Вся информация, использованная при публикации данного отчета, основана на публичных источниках, которые предполагаются надежными, однако мы не можем гарантировать аккуратность и полноту информации в данном отчете. Мнения, содержащиеся в данном отчете, представляют мнение Hypothesis и аналитика на момент публикации. Hypothesis не предлагает и не предоставляет персональный совет. Предоставленная информация не предполагается и не предоставляется как персональный совет и не соответствует специфическим инвестиционным целям, финансовой ситуации и частным нуждам определенного лица, которое может получить данный отчет. Информация, содержащаяся в данном отчете, не может служить предложением и побуждением для пользователя отчета покупать, продавать, или участвовать в подписке любых ценных бумаг, упомянутых в данном отчете. Инвесторы должны принимать решения, основываясь на собственных финансовых целях и ресурсах.

Hypothesis имеет ограничительную политику персональной торговли ценными бумагами. Hypothesis не имеет позиций в ценных бумагах, упомянутых в данном отчете. Директора и сотрудники могут иметь позиции в акциях в соответствии с политикой компании по персональной торговле.

Стоимость ценных бумаг, упомянутых в данном отчете может существенно снижаться и возрастать. В дополнение ценные бумаги могут быть недостаточно ликвидны для покупки или продажи, а информацию для проведения оценки может быть трудно получить и проверить. Прошлая динамика цен ценных бумаг не гарантирует будущих показателей. Прогнозные утверждения в отчете могут основываться на оценках и прогнозах будущих результатов и событий, которые еще не определены и таким образом вовлекать известные и пока неизвестные риски, неопределенность и другие факторы, которые могут изменить результаты, динамику показателей и могут существенно отклоняться от прогнозов.

В рамках, максимально установленных законом, Hypothesis, его директора, сотрудники, и партнеры не являются ответственными за любой ущерб, возникший по причине использования информации, содержащейся в отчете и не гарантируют доход на инвестиции по ценным бумагам, упомянутым в отчете.

Пожалуйста, посмотрите дальнейшую информацию на <http://www.hypothesisresearch.co.uk/disclaimer>.