

Группа БЕЛУГА

Новая стратегия роста, фокус на ритейл

▶ **Группа БЕЛУГА объявила стратегию развития на 2021-24гг.**

Показав высокие операционные показатели за 2020г., Группа определила стратегически важные элементы развития бизнеса для удвоения выручки к 2024г. Достижение результатов выше среднерыночных показало важность собственной дистрибуции и ритейла. Меняющиеся предпочтения потребителей в пользу вина, бренди и виски и отход от традиционной водки поддержали показатели продаж диверсифицированного портфеля, а онлайн продажи внесли вклад в рост выручки и маржи Группы во время режима самоизоляции. Сеть магазинов ВинЛаб показала рост выручки на 45.7% г/г в 2020г. и стала ключевым элементом для онлайн платформы продаж. Онлайн продажи с получением заказов в магазинах (Click & collect) являются основным законным способом онлайн продаж алкогольных напитков в России. Группа БЕЛУГА собирается увеличить количество магазинов с 665 в марте 2021г. до 2,500 к 2024г. для поддержки как розничных, так и онлайн операций. Доля онлайн продаж должна достичь 10-15% от выручки сегмента Ритейл к 2024г. с 3% в 2020г. Расширение розничных операций и онлайн продаж предполагает увеличение наименований продуктов с 1,800 в 2020г. до 3,000 к 2024г. Прямой доступ к потребителям должен помочь росту в Ритейле. Другим фактором роста станет увеличение экспорта водки бренда Белуга. Супер-премиальный бренд Белуга показал рост экспортных продаж на 39% г/г в Европе и на 59% г/г в США в 1кв. 2021г., с восстановлением работы ресторанов, баров и ростом пассажиропотока аэропортов. Стратегия предполагает дальнейшую цифровизацию операций логистики, производства и дистрибуции. Операционные результаты Группы показали рост отгрузок на 5.6% г/г в 1кв. 2021г., включая 41% рост экспорта и 31% рост продаж импортных брендов.

▶ **Мы обновляем наши прогнозы, основываясь на новой стратегии Группы.**

Ограничения на многих рынках в 2020г. привели к рождению новых трендов, включая рынок алкогольных напитков. Потребительские предпочтения сместились в сторону премиумизации, здорового выбора низкоалкогольных напитков, предпочтению локальных брендов над глобальными, и смещению продаж в онлайн из традиционных каналов. Стратегия Группы БЕЛУГА следует за изменениями потребительских предпочтений на внутреннем и глобальном рынках. Прямой доступ к потребителям поможет поддержать эффективность портфеля и реагировать на изменения спроса. Глобальная экспансия дает производителям высококачественных продуктов возможность найти нишу на рынке размером \$1.5-1.6 трлн, включая сегменты водки - \$44 млрд, бренди - \$68 млрд, виски - \$86 млрд и вина - \$315 млрд. Восстановление работы баров и ресторанов, а также открытие полетов и Duty Free в аэропортах после режима самоизоляции приведет к росту показателей компаний спиртных напитков в 2021-22гг. Группа БЕЛУГА контролирует долю 17.7% производства водки и ЛВИ и 11.7% производства коньяка в России. Импорт партнерских брендов вырос на 42.1% г/г в объемах, а продажи собственных продуктов на 6.9% г/г в 2020г. Вертикальная интеграция от производства до дистрибуции собственных и партнерских брендов и ритейла, а также экспортные операции помогли Группе достичь EBITDA маржи 14.5% в 2020г. Риски включают ценовую конкуренцию, рост промо-дней, давление со стороны глобальных компаний на экспортных рынках и в РФ, изменения регулирования отрасли, замедление роста спроса в премиальном сегменте, инфляцию затрат и волатильность валютных курсов. Группа улучшила позиционирование в ESG и коммуникацию, и приняла дивидендную политику. Показатель чистого долга/EBITDA снизился с 2.7x в 2019г. до 1.7x в 2020г. Мы оцениваем цену акций Группы БЕЛУГА на 12-мес. горизонте 5,673-6,958 руб. (рын. кап-ция 69.9-85.7 млрд руб) используя 12.3 млн акций в обращении.

Дата:	25 мая 2021
Тикер	BEGU
Биржа	MOEX
Текущая цена, руб	3,658
Количество акций	15,800,000
Казначейский пакет	22%
Текущая рын. Кап-ция*, млн руб.	45,081
Пакет в свободном обращении, %	15%

*) исключая казначейский пакет 22%

Группа БЕЛУГА является одним из крупнейших производителей алкогольных напитков в России, и №4 производителем в мире. Группа управляет портфелем собственных и импортных брендов, производя напитки в спиртовом и винном сегментах. Группа контролирует 17.7% производства водки и ЛВИ и 11.7% объемов бренди в России. Бренд Беленькая вошел в топ-20 наиболее продаваемых брендов мира. Ключевыми брендами Группы являются водки Белуга, Мягков, Беленькая, Архангельская, Царь, Снежная сова, Медная лошадка; игристое вино Vogue и Tête de Cheval, бренди Золотой резерв и Бастион.

Группа БЕЛУГА является клиентом Hypothesis Research Limited.

Марина Алексеенкова
Аналитик

ma@hypothesisresearch.co.uk



**#1 производитель
спиртных напитков в
России**



**Рост чистой
выручки 23% г/г в
2020г.**



14.9% ROIC



**Собственная сеть 665
магазинов**



**ЕБИТДА маржа
14.5% в 2020г.**



**Рост выручки с темпом
19.3% в год
в 2017-2020гг.**

Содержание

Инвестиционные выводы	4
Глобальный рынок алкогольных напитков	10
Российский рынок алкогольных напитков	15
Рынок вина и алкогольных напитков	16
Тренды российского рынка алкоголя	18
Регулирование рынка алкогольных напитков	18
Цены в России	18
Группа БЕЛУГА	20
Описание бизнеса	20
Операционные показатели	30
Финансовый прогноз	31
Структура выручки	33
Структура затрат	33
Структура долга	34
Оценка	37
Акционерный капитал	37
Корпоративное управление и ESG	39
Риски	42
Сертификация аналитиков	43
Важная информация	43

Инвестиционные выводы

1. Рыночная ситуация

Распространение коронавируса в 2020г. существенно повлияло на рынок алкогольных напитков, включая производство, каналы продаж, потребительские привычки и предпочтения. Закрытие отелей, кафе и ресторанов и меры социального дистанцирования привели к резкому падению продаж алкоголя «вне дома», тогда как продажи напитков в супермаркетах и онлайн росли. По данным Financial Times, продажи текилы, водки и ликеров в мире опережали средний рост продаж алкогольных напитков в 2020г. Потребители предпочитали премиальные продукты для домашнего потребления. Объемы продаж алкоголя за период самоизоляции упал до 1.3 млрд литров с 2 млрд литров за предыдущий период, согласно данным [Nielsen Scantrack and CGA](#), показав, что сдвиг в сторону супермаркетов и онлайн продаж полностью не покрыл падение продаж. Согласно данным IWSR, потребление алкоголя упало на 8% г/г в 2020г. и, вероятно, полное восстановление отрасли от коронавируса может занять до 5 лет.

В тоже время, сложная ситуация на рынках создала возможности для роста в секторе ритейла за счет премиумизации, предпочтения в пользу локально произведенных и известных продуктов, и онлайн продаж. Согласно отчету [IWSR's Global Trends 2020 report](#), существует сценарий, что премиальные напитки увеличат долю рынка до 13% к 2024г., поскольку потребители будут предпочитать качество над количеством, включая коктейли и премиальные бренды. Этот тренд подтверждается также 80% ростом продаж текилы у крупнейшего глобального производителя Diageo. Онлайн продажи на 10 ключевых рынках выросли на 40% г/г в 2020г., согласно IWSR.

Рынок алкогольных напитков оценивается в \$1.5 трлн на 2019г., по данным Statista, и может превысить \$1.6 трлн в 2021-22гг. До распространения коронавируса более 40% трат потребителей на алкогольные напитки были «вне дома» - в кафе, ресторанах, барах и отелях. Доля трат «вне дома», как ожидается, будет расти до 44% к 2023-24гг., подтверждая важность каналов «вне дома» для отрасли. Однако, глобальная пандемия изменила привычки потребителей и доля потребления алкогольных напитков дома возросла. Каналы онлайн продаж росли быстро в 2020г., но все еще имеют потенциал роста в 2021г. из-за изменившихся привычек потребителей и продолжающихся ограничений в некоторых странах.

Ограничения, введенные в разных странах из-за коронавируса, привели к существенному падению выручки в секторах беспешинной торговли, барах, отелях, ресторанах в 2020г. и давление на эти каналы продаж алкогольных напитков продолжается в 2021г. Полное восстановление ритейловых каналов в аэропортах и на авиалиниях ожидается на 3-4 летнем горизонте, с постепенным открытием отелей и ресторанов для бизнеса в 2021г. и, возможно, ростом на более чем 10% в 2022г.

Тренды на российском рынке спиртных напитков совпадают с глобальными. Несмотря на снижающееся потребление алкоголя на душу населения за последние 15 лет, российское потребление в стоимостном выражении на душу населения поддержано изменением предпочтений потребителей в пользу премиальных спиртных напитков и вина. Российский сегмент вина растет быстрее, чем сегмент спиртных напитков из-за растущего дохода на душу населения, более здорового выбора потребителей, растущего потребления «вне дома», и более разнообразного предложения спиртных напитков на российском рынке. Продажи алкогольных напитков в России росли со средним темпом 5.1% в 2017-19гг. В 2020г. производство спиртных напитков в РФ упало на 8% г/г, тогда как импорт премиальных продуктов вырос. Онлайн сегмент рынка алкогольных напитков является относительно небольшим из-за ограничений на продажи алкоголя онлайн, при этом канал click&collect быстро развивается.

2. Группа БЕЛУГА

Группа БЕЛУГА (МОЕХ: BELU) является лидирующим производителем алкогольных напитков в России. Бренд Белуга признан одним из топ-3 премиальных водочных брендов в мире и №1 российским брендом. Основные факторы инвестиционной привлекательности компании следующие.

- **Группа БЕЛУГА представляет собой вертикально интегрированный бизнес**, включая производство и дистрибуцию алкогольных напитков в России и экспортные операции. Компания управляет пятью производственными площадками спиртных напитков с мощностью более 20 млн 9л кейсов, имеет собственную винодельню и импортирует 117 брендов от 50 поставщиков из 18 стран. Компания экспортирует 20 брендов, включая водку Белуга как основной экспортный бренд. Ритейл бизнес Группы включает 665 магазинов сети ВинЛаб в 10 российских регионах, которые обслуживают более 3 млн потребителей при выручке 25 млрд руб в 2020г.
- **Группа БЕЛУГА продемонстрировала устойчивые финансовые показатели в течение периода пандемии.** Группа ограниченно использовала каналы сбыта «вне дома» для дистрибуции, что позволило использовать потенциал продаж через ритейл и онлайн в период самоизоляции и введения ограничений. Компания объявила о сильных финансовых показателях за 2020г., увеличив выручку на 23.4% г/г до 63.3 млрд руб, EBITDA на 38% г/г до 9.2 млрд руб и достигнув EBITDA маржу 14.5%. Чистая прибыль от продолжающихся операций выросла на 71.6% г/г до 2.5 млрд руб. В 1 кв. 2021г. Компания увеличила отгрузки на 5.6% г/г, включая 31% г/г рост импорта. Диверсифицированное предложение Группы БЕЛУГА, включая импортируемые партнерские бренды, помогло в ситуации меняющихся предпочтений потребителей в пользу премиальных и низкоалкогольных напитков.
- **Группа БЕЛУГА управляет диверсифицированным портфелем брендов на российском рынке алкогольных напитков и выигрывает от экспорта собственных брендов.** Внутренний рынок меняется в сторону премиумизации и роста потребления вина. Доля вина в суммарном потреблении алкогольных напитков было 39% в 2012г. и достигло 49% в 2020г., тогда как потребление водки и ЛВИ снизилось в объемном выражении с 49% in 2012г. до 39% в 2020г., но выросло в стоимостном выражении. Россия является крупнейшим рынком водки, превышающим по объемам другие крупнейшие рынки США, Польши и Украины. Сегмент водки был вторым по объемам крупнейшим сегментом после виски среди спиртных напитков в 2019г. Присутствие в водочном сегменте, а также в бренди и виски обеспечивает наибольшую диверсификацию для Группы БЕЛУГА. Рост в сегменте вин также помогает поддержать лидирующие позиции на алкогольном рынке России. Таким образом, Группа БЕЛУГА трансформирует свою продуктовую линейку в соответствии с рыночными трендами. Группа получала 80% выручки от продаж водки в России, но постепенно сократила эту долю до 40% в 2020г. Доля выручки от продаж импортных вин и напитков для Группы выросла с 4% в 2011г. до 32% в 2020г. Присутствие в винном сегменте, включая собственные бренды Golubitskoye Estate и Tête de Cheval, создает возможность для увеличения доли на российском винном рынке, который может расти с темпом 10% в год до 2024г. (средний рост составил 9% в год в 2017-2020г.).
- **Группа имеет сильный портфель брендов, включая признанные бренды как в России, так и на экспортных рынках.** В 2020г. Группа БЕЛУГА была №1 производителем водки и ЛВИ в России, №1 производителем виски и вторым крупнейшим производителем бренди в России.

- **Группа Белуга развивает собственную сеть магазинов ВинЛаб.** Количество магазинов достигло 665 в 2020г. по сравнению с 268 в 2018г. Сеть ВинЛаб стала важным звеном в запуске собственных и импортных продуктов на российском рынке, обеспечив компании прямой доступ к потребителям. Онлайн продажи на платформе ритейла составили 3% от выручки сегмента Ритейл в 2020г.
- **Новая стратегия Группы БЕЛУГА будет фокусироваться на операциях ритейла.** Стратегия Группы на 2021-24гг. Имеет целевую выручку 130млрд руб. и включает следующие элементы:
 - Дальнейшая диверсификация портфеля брендов
 - Расширение сети магазинов до 2,500 к 2024г.
 - Постепенное смещение ритейл-продаж в сторону онлайн-канала
 - Глобальное расширение присутствия бренда водки Белуга
 - Цифровизация и операционная эффективность.

Менеджмент ожидает, что расширение продаж ритейла станет основным фактором роста выручки, поддерживаемым ростом портфеля брендов и ростом онлайн продаж.

Рис. 1. Группа БЕЛУГА - целевые операционные и финансовые показатели

	2020	2024
Операционные показатели		
Количество магазинов ВинЛаб	645	~2500
Доля Ритейл сегмента в выручке	34%	~45%
Доля онлайн продаж в выручке Ритейл сегмента	3%	10-15%
Доля продукции неводочного ассортимента	34%	~45%
Доля экспорта	9%	~13%
Финансовые показатели		
Выручка	65 млрд руб	130 млрд руб
Средний темп роста выручки за 4 года	15%	~20%
ЕБИТДА маржа	14.5%	+2-3 п.п.
Чистый долг/ЕБИТДА	1.7x	<1.0x
ROIC	15%	~25%
Дивиденды		Доля выплат 25% от чистой прибыли по МСФО

Источник: данные компании

Группа показала сильные финансовые результаты за 2020г. Группа БЕЛУГА отчиталась о выручке 63.3 млрд руб. за 2020г. (рост 23.4% г/г), ЕБИТДА 9.2 млрд руб. (рост 41.5% г/г) и чистой прибыли от продолжающихся операций 2.5 млрд руб. (рост 71.6% г/г). Долг Группы составил 17.3 млрд руб. и чистый долг/ЕБИТДА 1.7x на конец 2020г. По сегментам, операционная маржа достигла 11.1% в Производстве и Дистрибуции (в прошлом сегмент Алкоголя), 7.3% в Ритейле и 1.7% в Продуктах питания.

Группа погасила 3.6 млн акций, сократив количество выпущенных акций до 15.8 млн в 2020г. На текущий момент пакет казначейских акций составляет 22%. Этот пакет может быть размещен на вторичном рынке. За вычетом казначейских акций, пакет в обращении составляет 12.3 млн акций.

Рост акций компании был поддержан сильными операционными и финансовыми результатами в 2018-2020гг. и программой выкупа акций. Цена акций показала рост на 131% в 2020г. и на 164% с начала 2021г.

Плюсы

- Вертикально-интегрированные операции
- Сильный портфель брендов, включая бренды в супер-премиальном и премиальном сегментах
- Рост в супер-премиальном и премиальном сегментах в России и в мире
- Лидирующая рыночная позиция в сегменте водки в РФ
- Крупный масштаб операций
- Признание бренда Белуга в мире позволяет наращивать экспорт и продажи через ритейл в аэропортах и Duty Free
- Крупные производственные мощности
- Потенциальное расширение операций в винном сегменте и развитие собственного винного бренда
- Сильный менеджмент и партнеры

Минусы

- Медленное восстановление Duty Free и потребления «вне дома»
- Риск волатильного курса рубля
- Слабые макроэкономические тренды в России
- Ценовая конкуренция на внутреннем рынке, рост промо-дней
- Рост конкуренции на международном рынке
- Стратегия роста может привести к опережающему росту затрат и снижению рентабельности.

Оценка

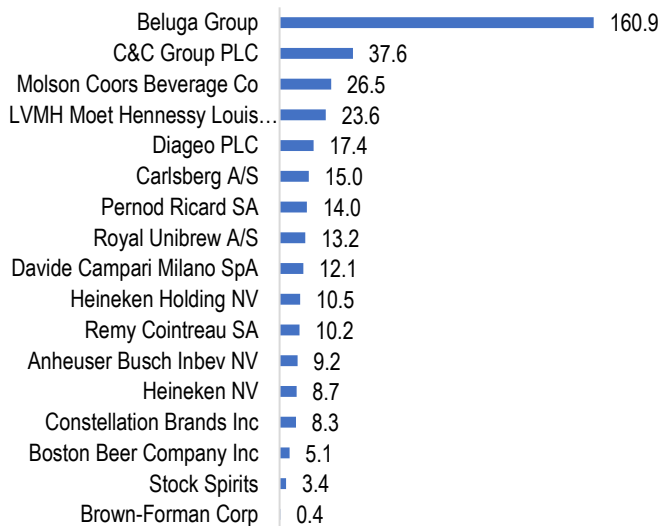
Мы оцениваем акции Группы БЕЛУГА методом ДДП. Наша модель показывает индикативную рыночную капитализацию 69.9-85.7млрд руб. на 12 мес. горизонте. Акции компании торгуются на относительной оценке 4.0-5.9x EV/EBITDA на оценках 2021-23гг. и 5.8-10.8x P/E. Мировые производители спиртных напитков имеют мультипликаторы на 2021-23гг. в диапазоне 15.9-19.8x для EV/EBITDA и 23.9-32.3x P/E.

Рис. 2. Сравнительные мультипликаторы потребительских компаний и производителей алкогольных напитков

Компания	Рын. Кап-ция., \$mn	EV, \$mn	P/E Fwd 2021	P/E Fwd 2022	P/E Fwd 2023	EV/ EBITDA 2021	EV/ EBITDA 2022	EV/ EBITDA 2023	EV/ Выручка 2021	EV/ Выручка 2022	EV/ Выручка 2023
Группа БЕЛУГА	613	781	10.8	7.9	5.8	5.9	4.9	4.0	0.8	0.6	0.5
Дисконт к мировым компаниям			-66%	-71%	-76%	-70%	-72%	-75%	-85%	-87%	-88%
Дисконт к алкогольным производителям			-70%	-75%	-79%	-74%	-76%	-78%	-89%	-90%	-91%
Дисконт к российским компаниям			-61%	-60%	-64%	-32%	-38%	-44%	-7%	-14%	-21%
Глобальные компании											
Diageo	111848	131640	29.0	26.1	23.7	21.9	19.9	18.6	7.4	7.1	6.7
Pernod Ricard	57246	67143	31.7	27.3	24.3	20.8	18.7	17.2	6.3	5.9	5.5
Anheuser Busch Inbev	128929	222172	25.0	21.1	18.6	11.7	10.8	10.1	4.2	4.0	3.8
Heineken	69830	88069	31.4	25.0	21.5	15.1	13.2	12.1	3.4	3.1	3.0
Remy Cointreau SA	10361	10805	60.8	49.4	43.0	33.3	28.6	25.6	8.8	7.7	7.1
Carlsberg	28354	32537	24.5	21.5	19.4	13.2	12.2	11.5	3.1	2.9	2.8
Davide Campari Milano	14869	16024	44.9	38.6	34.4	27.8	24.4	22.3	6.9	6.4	6.0
Molson Coors Beverage	12392	20357	14.8	13.5	13.2	9.4	9.2	8.9	2.0	1.9	1.9
Brown-Forman Corp	37193	38746	46.9	42.1	38.6	33.4	30.5	28.0	11.4	10.6	10.0
LVMH	389770	410416	37.4	32.5	28.9	18.7	16.6	15.2	5.7	5.2	4.8
Constellation Brands	45902	56214	23.4	20.1	17.6	17.6	15.9	14.5	6.6	6.2	5.8
Heineken Holding	29985	56644	26.0	20.2	18.1	NaN	NaN	NaN	2.1	1.9	1.9
Boston Beer Company	12844	12700	42.8	31.2	23.2	24.4	17.6	14.0	4.9	3.9	3.2
Royal Unibrew	6490	6869	30.4	28.4	26.6	21.1	20.2	19.2	5.4	5.1	4.9
C&C Group	1380	1832	NaN	27.4	18.6	NaN	15.4	13.6	1.9	1.5	1.1
Stock Spirits	784	816	15.1	14.1	13.1	9.3	8.7	8.2	2.0	1.9	1.8
Среднее по всем			32.3	27.4	23.9	19.8	17.5	15.9	5.1	4.7	4.4
Среднее – алк. сектор			36.2	31.3	28.0	22.9	20.4	18.7	6.9	6.4	6.0
Magnit PAO	7345	13857	13.0	11.1	10.5	5.9	5.2	4.3	0.6	0.6	0.5
X5 Retail Group NV	8350	19120	14.6	12.9	11.7	6.2	5.6	5.3	0.6	0.6	0.5
Lenta Ltd	1581	2827	8.7	8.3	7.8	5.0	4.7	4.4	0.4	0.4	0.4
O'Key Group SA	194	917	12.7	11.3	8.7	4.4	4.4	4.1	0.4	0.4	0.3
Detskiy Mir PAO	1498	2326	10.4	9.5	8.7	7.6	5.9	6.2	1.1	0.9	0.8
Eurocash SA	545	1348	24.9	18.1	15.8	5.9	5.5	6.5	0.2	0.2	0.2
Sok Marketler Ticaret	869	1021	20.5	12.9	9.5	3.8	3.1	2.8	0.3	0.3	0.2
Dino Polska SA	7404	7723	32.9	25.9	20.8	21.5	17.1	14.1	2.2	1.7	1.4
BIM Birlesik Magazalar	4543	4996	13.2	11.4	9.8	7.2	5.9	5.1	0.6	0.5	0.4
Migros Ticaret	799	1223	16.8	11.8	9.2	4.0	3.4	3.2	0.3	0.3	0.2
LPP	5166	5594	65.5	36.0	23.6	12.4	10.2	8.3	2.1	1.9	1.5
Ros Agro	1687	2815	5.2	5.4	5.0	6.0	6.4	6.0	1.1	1.0	1.0
CCC SA	1797	2666	86.4	28.8	20.8	7.6	8.9	8.1	1.4	1.2	1.1
Shoprite Holdings Ltd	6567	7912	18.3	16.4	15.2	7.6	7.1	6.6	0.7	0.6	0.6
President Chain Store	9834	11569	25.4	23.4	21.3	11.0	10.6	9.5	1.2	1.1	1.1
GS Retail Co Ltd	2523	5158	15.4	13.1	11.4	8.0	7.7	7.6	0.6	0.6	0.6
Pick N Pay Stores Ltd	2030	3192	18.4	16.3	14.6	6.7	6.2	5.9	0.4	0.4	0.4
BGF Retail Co Ltd	2659	2286	19.0	15.9	14.6	5.2	5.0	4.8	0.4	0.4	0.3
Grupo Comercial Chedraui	1524	2981	10.9	10.5	9.7	5.3	5.2	4.9	0.4	0.4	0.4
Sumber Alfaria Trijaya	2619	2640	27.0	23.5	19.7	9.0	8.2	7.5	0.5	0.4	0.4
Taiwan FamilyMart	2120	2770	25.4	22.4	19.9	8.0	7.5	7.8	0.8	0.8	0.7
Jiajiayue Group Co	1703	2339	23.7	20.2	16.7	14.8	12.8	10.8	0.8	0.7	0.6
La Comer SAB de CV	1501	1429	27.2	23.7	21.6	9.4	8.0	7.3	1.0	0.9	0.8
7-Eleven Malaysia	420	687	25.6	21.7	20.4	8.3	8.7	8.4	1.0	0.9	0.8
Среднее по России			10.8	9.8	8.7	5.9	5.4	5.1	0.7	0.6	0.6
Среднее потреб.сектор			27.6	19.6	16.4	8.6	7.8	7.2	0.8	0.7	0.7

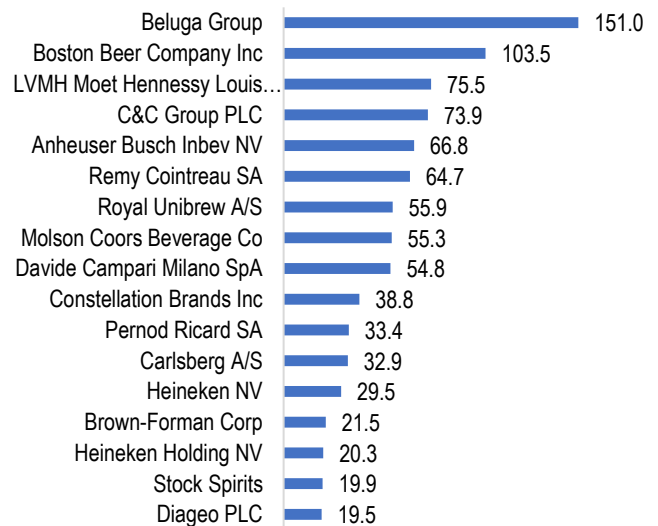
Источник: ThomsonReuters, Hypothesis Research

Рис. 3. Динамика цен акций по сектору алкогольных напитков с начала года



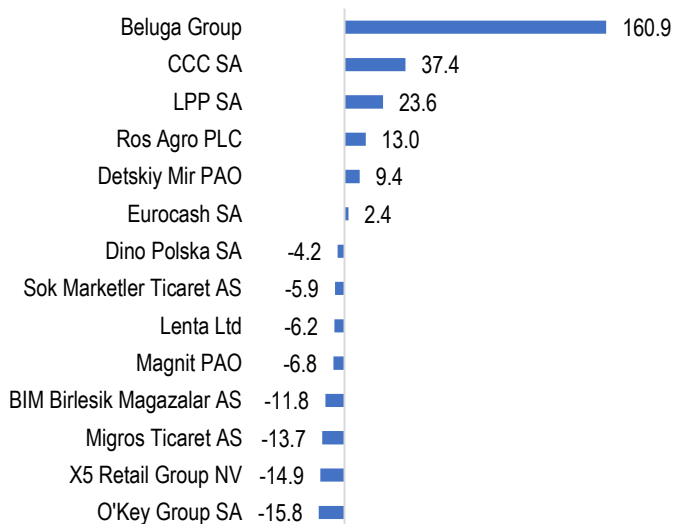
Источник: ThomsonReuters

Рис. 4. Динамика цен акций по сектору алкогольных напитков за 1 год



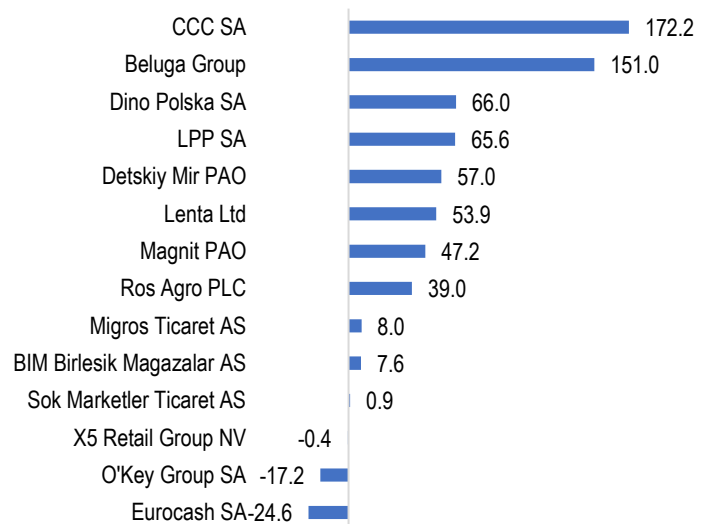
Источник: ThomsonReuters

Рис. 5. Динамика цен акций по потребительскому сектору с начала года



Источник: ThomsonReuters

Рис. 6. Динамика цен акций по потребительскому сектору – 1 год



Источник: ThomsonReuters

Глобальный рынок алкогольных напитков

Глобальный рынок алкогольных напитков испытывает существенную трансформацию с 2020г. из-за пандемии, включая изменения каналов дистрибуции и потребительских предпочтений при снижении потребления алкоголя в целом. [IWSR](#) идентифицировал несколько макро трендов, которые влияют на динамику в мировой отрасли, найти которые можно на российском рынке: Онлайн торговля; Премиумизация; Обращение к традициям; Здоровый выбор и этическое потребление; и Опыт социализации.

1. **Онлайн торговля** выросла существенно на фоне карантинных мер, социального дистанцирования и ограничений на перелеты и поездки. Меры карантина из-за коронавируса привели к закрытию кафе, ресторанов, баров и отелей – основных каналов, которые давали большую часть выручки производителей алкоголя. Однако, падение продаж было частично покрыто возросшими продажами онлайн. По данным IWSR, онлайн рынок алкоголя в 10 ключевых странах вырос на 40% г/г в 2020г. Потребители стали более комфортно покупать алкоголь онлайн. Ожидается, что объем онлайн каналов в стоимостном выражении превзойдет \$40 млрд в десяти ключевых странах, более чем в два раза рост от уровня 2019г. Онлайн торговля остается важнейшим направлением инвестиций для производителей алкоголя в 2021г.
2. **Премиумизация:** премиальные и сложные спиртные напитки, по прогнозам, увеличат свою долю рынка до 13% к 2024г. Поскольку потребители предпочитают качество над количеством, включая коктейли и премиальные спиртные напитки, премиальные и супер-премиальные бренды добавят 1% в год к доле рынка. Премиумизация будет способствовать росту в сегментах джина, виски и напитков из агавы.
3. **Обращение к традициям**, включая предпочтения в пользу знаковых и социально важных производителей, также как предпочтения локальных над глобальными брендами, усилились из-за ограничений на туризм и стали новыми привычками потребителей. Рост в глобальных спиртных категориях произошел в премиальных и выше категориях, таких как текила (в 2015-19гг. рост на 15% в год) и спиртные аперитивы (рост 16% г/г в 2020г.).
4. **Здоровый образ жизни и этическое потребление** как тренд проявились на фоне коронавируса из-за умеренного потребления и уменьшившегося количества поводов, когда озабоченные здоровым выбором потребители выбирали лучшее качество и напитки с меньшим содержанием алкоголя и более высокого качества. Рынками органического вина в 2019г. стали Германия, Франция, Великобритания, США, Швеция и Япония. Этот тренд привел к последствиям для всей алкогольной отрасли, согласно IWSR.
5. **Опыт социализации** изменился в течение периода коронавируса. Закрытие каналов сбыта в ресторанах и барах и социальное дистанцирование привели к изменившимся предпочтениям потребителей в пользу премиальных напитков для домашнего потребления и напитков с низким содержанием алкоголя. Более здоровый выбор потребителей, вероятно, останется усиливающимся трендом в будущем.

Мировой рынок алкогольных напитков оценивался в размере \$1.5 трлн в 2019г. по данным Statista, и, как ожидается, вырастет до \$1.6 трлн в 2021-22гг. Прогноз среднего роста рынка ожидался на 3.5% в год до распространения коронавируса на 2020-23гг., но, возможно, достигнет роста 7% в год после снятия ограничений. Рынок разбит на четыре сегмента: 1) пиво, 2) спиртные напитки, 3) вино, 4) сидр, перри и рисовое вино. Пиво является крупнейшим сегментом по выручке, которая оценивалась \$592 млрд в 2019г., тогда как спиртной сегмент достиг объема \$ 443 млрд, вино \$370 млрд и сидр, перри и рисовое вино в сумме - \$128 млрд. Средняя выручка на потребителя на рынке алкогольных напитков оценивается более \$200 в 2019г.

Влияние COVID-19 все еще продолжается

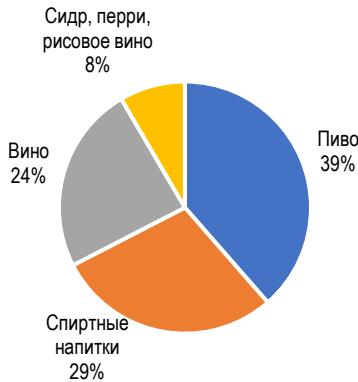
Помимо макро трендов, COVID-19 все еще оказывает существенное давление на рынок алкогольных напитков:

- Сегмент беспошлинной торговли испытывал существенное падение из-за снижения количества перевозимых пассажиров на 80-96% в течение действия карантинных мер до возвращения на 50-60% от уровня загрузки до коронавируса в марте-апреле 2021г. Сегмент беспошлинной торговли может полностью восстановиться на горизонте 3-4 года.
- Отели, рестораны, бары и кафе находятся под давлением из-за ограничений в некоторых странах. Осторожное потребление «вне дома», вероятно, останется трендом в 2021г.
- Потребительские предпочтения в пользу премиальных продуктов, потребления дома, предпочтения низко-алкогольных напитков будут определять изменения в секторе алкогольных напитков. Согласно IWSR, потребители будут возвращаться к проверенным брендам вместо экспериментов с новыми, и будут избегать высоких затрат.

Долгосрочные тренды будут поддерживать рост рынка алкогольных напитков. Согласно оценкам Diageo, 6 млрд эквивалентных единиц алкоголя продается каждый год на сумму \$956 млрд. К 2030г. 550млн новых потребителей появится на рынке, достигнув возраста, разрешенного для покупки спиртных напитков. Diageo также ожидает, что 750 млн потребителей получат возможность покупать напитки международного уровня за следующие 10 лет. Растущее мировое население, возросший доход на душу населения в развивающихся странах и меняющиеся предпочтения формируют тренды мирового рынка алкогольных напитков.

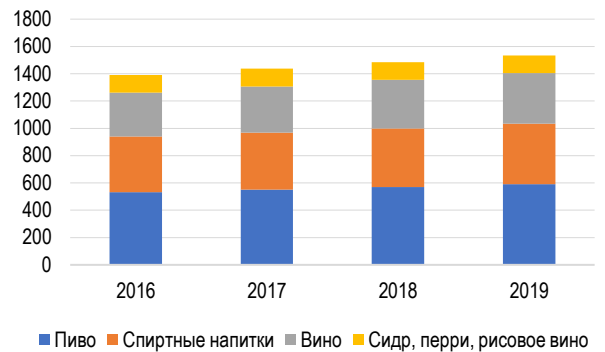
Рынок алкогольных напитков показывал снижение в объемах на развитых рынках, однако, поддержан ростом на развивающихся рынках. Стоимостные показатели рынка зависят от премиумизации и роста сегмента потребления «вне дома». В мире более 40% денежных средств, потраченных на алкогольные напитки, тратятся в каналах «вне дома», включая бары, рестораны, отели. Сегмент «вне дома», как ожидается, может вырасти до 44% всех затрат рынка алкогольных напитков к 2023г. Каналы «вне дома» остаются очень важными для отрасли. Онлайн торговля выросла за время коронавируса, показав в среднем рост 40% г/г в 2020г.

Рис. 7. Глобальный рынок алкогольных напитков, \$ млрд по сегментам – 2019г.



Источник: statista.com

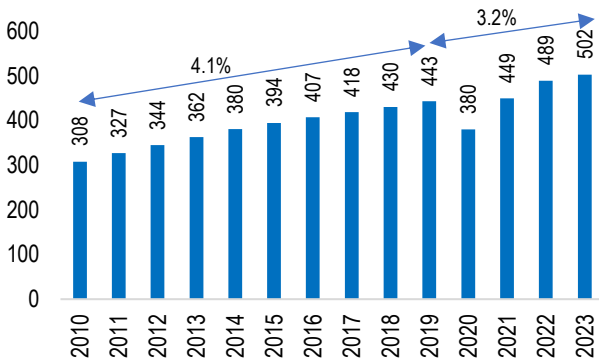
Рис. 8. Глобальный рынок алкогольных напитков, \$ млрд динамика по сегментам



Источник: statista.com

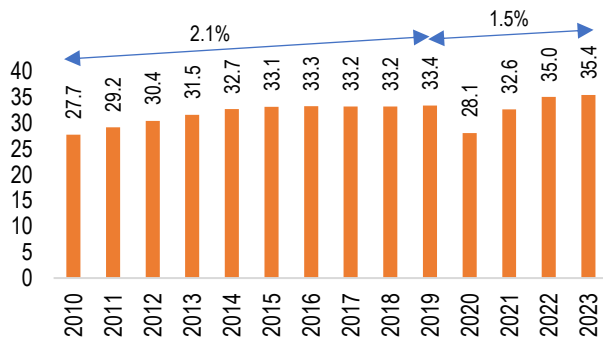
Сегмент спиртных напитков включает дистиллированные алкогольные напитки с содержанием алкоголя 20% и выше. Субсегменты включают виски, водку, ром, бренди, джин, ликеры и другие напитки. В 2019г. Выручка сегмента спиртных напитков рынка алкогольных напитков оценивалась \$443 млрд с прогнозом среднего роста на 3.2% в год между 2020г. и 2023г. Средняя выручка на душу населения в сегменте составляла \$60.10 в 2019г. Statista оценивает среднее потребление на душу населения в мире 4.4 литра в 2019г. В спиртном сегменте доля потребления «вне дома» прогнозируется на уровне 29% к 2023г. Средняя цена за единицу в спиртном сегменте оценивается \$13.50 в 2020г.

Рис. 9. Глобальный рынок спиртных напитков, \$млрд



Источник: statista, Hypothesis Research

Рис. 10. Глобальный рынок спиртных напитков, млрд л



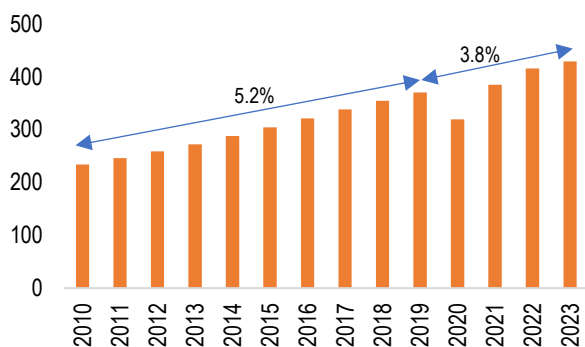
Источник: statista, Hypothesis Research

Крупнейшими странами по выручке с спиртным сегменте были Китай, США, Индия, Япония и Великобритания. Среди крупнейших компаний в мировом спиртном сегменте Diageo (Великобритания), Pernod Ricard (Франция) и Kweichow Moutai (Китай).

Рынок вина включает напитки произведенные из ферментированного винограда. Рынок включает тихие вина, игристые вина (включая Шампанское) и крепленые вина. Вино является наиболее зависимым от сельскохозяйственных поставок и самым маленьким сегментом рынка алкогольных напитков. Несколько крупных компаний работают в сегменте, включая такие как E&J Gallo, Constellation Brands, The Wine Group, Treasury Wine Estate и Vina Concha y Toro, которые вместе контролируют около 8-9%

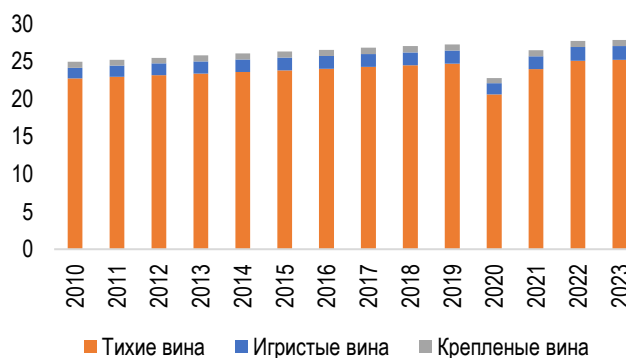
объемов рынка. Выручка в сегменте оценивается около \$370 млрд в 2019г. Наибольшая часть выручки получается в США. Объемы рынка, по оценкам, достигнут 27.88 млрд литров к 2023г. Средняя выручка на душу населения оценивается \$49 в 2019г., рост 3.0% г/г, со средним уровнем потребления на душу населения 3.7 литра.

Рис. 11. Выручка сегмента вина, \$млрд



Источник: statista, Hypothesis Research

Рис. 12. Мировой сегмент вина по объемам, млрд литров



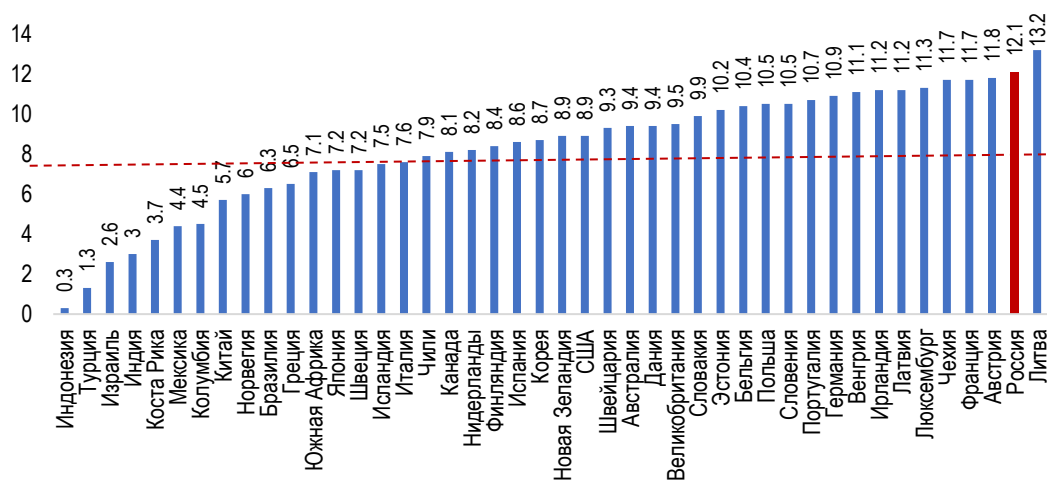
Источник: statista, Hypothesis Research

Сегмент сидра, перри и рисового вина включает ферментированные алкогольные напитки, которые не попадают в категории вина и пива, такие как фруктовые вина сидр и перри, рисовое вино Sake и Soju, популярные в Японии и Корее; пальмовые вина и похожие напитки на развивающихся рынках, которые являются более дешевыми заменителями пива. Выручка сегмента оценивается \$128 млрд в 2019г. С большей частью выручки, получаемой от продаж в Японии, и средним уровнем потребления на душу населения 6.3 литра.

Общий тренд на рынке алкогольных напитков поддерживает рост объемов из-за растущего населения, большей доступности алкогольных напитков. Однако, структура рынка по сегментам меняется в пользу вина, демонстрируя более здоровый выбор потребителей. Эффект снижения потребления чистого алкоголя на душу населения заменяется ростом премиумизации и большего выбора вкусов во всех сегментах рынка алкогольных напитков.

Среднее потребление алкоголя на душу населения составила 8.3 литров в странах ОЭСР в 2016г., включая наиболее высокие уровни в Литве, России, Австрии, Франции, Чешской Республике. Исторические и культурные традиции стран с высоким потреблением алкоголя на душу населения, таких как Россия и страны СНГ, Франция, Германия и другие, возможно, изменятся в течение времени из-за более здорового образа жизни и сдвига потребления от напитков с высоким содержанием алкоголя в пользу вина и пива.

Рис. 13. Потребление алкоголя на душу населения, литров (15 лет и более), 2016-17



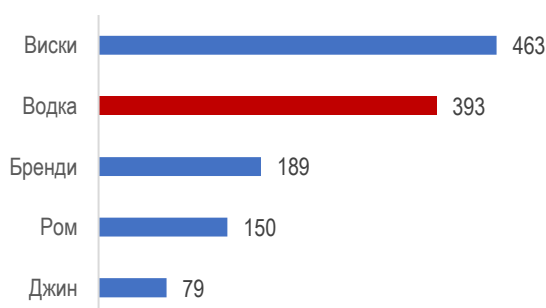
Источник: [OECD](#)

Структура рынка алкогольных напитков включает ритейл каналы для продаж напитков для домашнего потребления и каналы для потребления «вне дома». Каналы для домашнего потребления включают супермаркеты и гипермаркеты, магазины у дома и другие. Каналы для потребления «вне дома» включают рестораны, кафе, бары, отели. Оба канала оцениваются с использованием розничных цен продаж, включая налоги на напитки.

Российский рынок алкогольных напитков

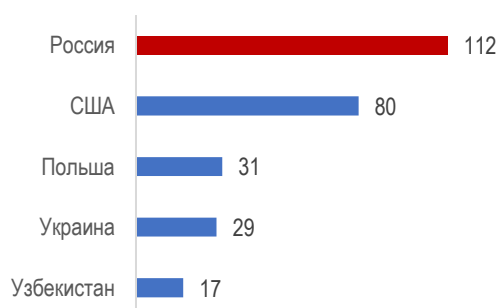
Группа БЕЛУГА является одним из крупнейших производителей водки в мире. Мировой рынок водки является вторым по размеру среди рынков спиртных напитков после виски. Россия является крупнейшим производителем водки по объемам в России в 2020г.

Рис. 14. Объем продаж спиртных напитков в мире, млн 9л кейсов, 2019г.



Источник: Росстат, 2020; IWSR, 2019

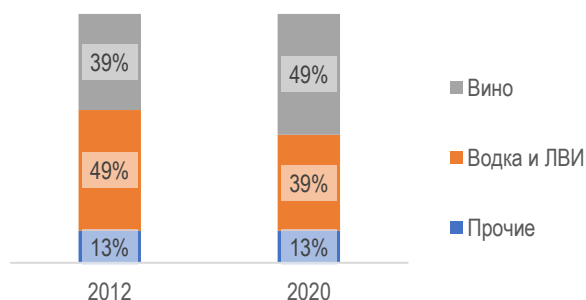
Рис. 15. Топ-5 стран по потреблению водки, млн 9л кейсов, 2019г.



Источник: Росстат, 2020; IWSR, 2019

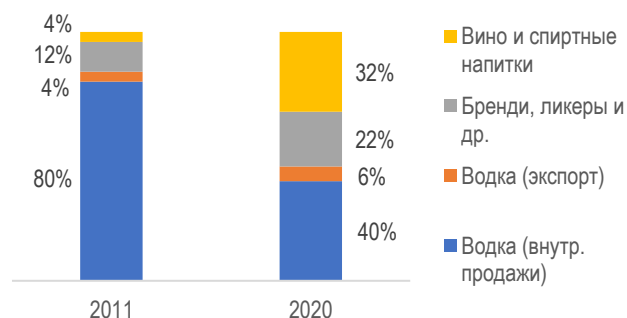
Потребление водки в России остается стабильным, однако, тренд потребления смещается в пользу виски, бренди и вина в течение последних нескольких лет. Более здоровый выбор молодой частью населения сместил тренд в пользу напитков с более низким содержанием алкоголя.

Рис. 16. Структура российского рынка алкоголя и вина



Источник: Росстат, 2020; IWSR, 2019

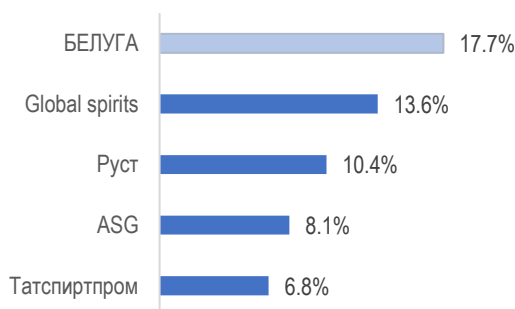
Рис. 17. Группа БЕЛУГА – структура выручки от Производства и дистрибуции по сегментам



Источник: данные компании

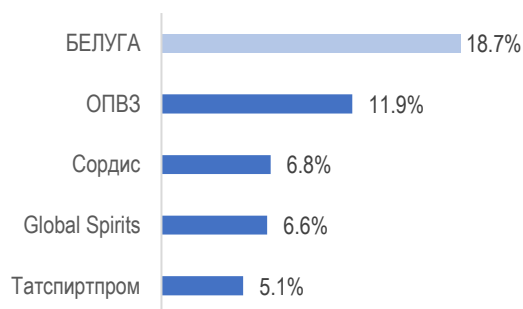
Группа БЕЛУГА позиционирована среди лидеров спиртного сегмента в России.

Рис. 18. Доля рынка производителей водки и ЛВИ в России в 2020г. по объемам, %



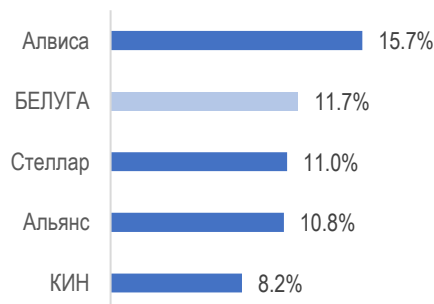
Источник: Росстат, 2020

Рис. 19. Доля рынка производителей ликера в России в 2020г. по объемам, %



Источник: Росстат, 2020

Рис. 20. Доля рынка производителей бренди в России по объемам в 2020г., %



Источник: Росстат, 2020

Рис. 21. Доля рынка производителей виски в России в 2020г. по объемам, %

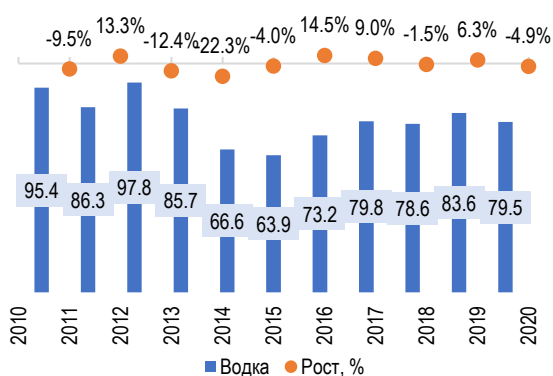


Источник: Росстат, 2020

Рынок вина и алкогольных напитков

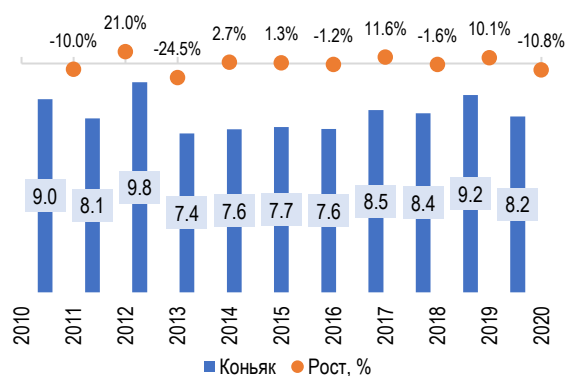
Производители алкогольных напитков в РФ поддерживали относительно стабильные объемы выпуска водки, бренди/коньяка и ликеров. В 2020г. снижение производства составило 4.9% г/г для водки, 10.8% для бренди, 5.8% для тихих вин и 5% для игристых вин. Спрос на напитки возрос в марте-апреле 2020г. и потом ослаб во второй половине года. В целом выпуск в России упал на 8.9% г/г в 2020г. до 182млн дал.

Рис. 22. Производство водки в России, млн дал



Источник: Национальный союз защиты прав потребителей

Рис. 23. Производство бренди в России, млн дал



Источник: Национальный союз защиты прав потребителей

Рис. 24. Производство тихих вин в РФ, млн дал

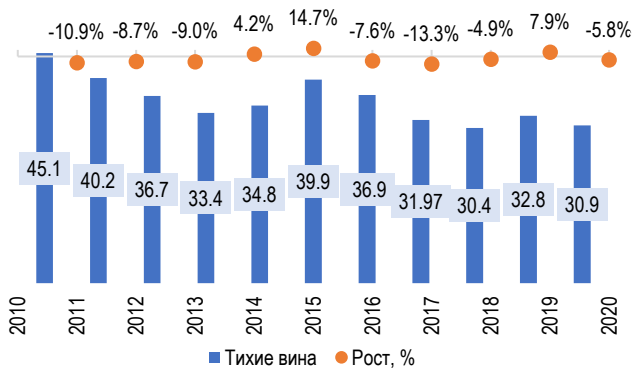
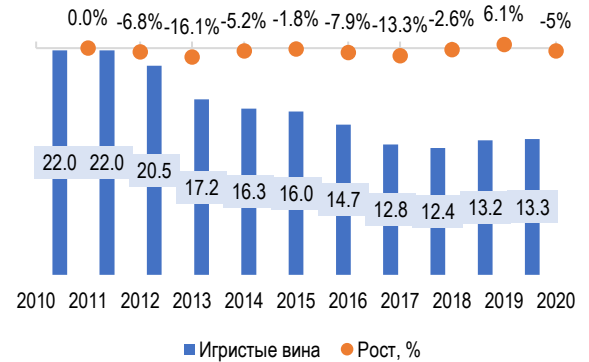


Рис. 25. Производство игристых вин в РФ, млн дал

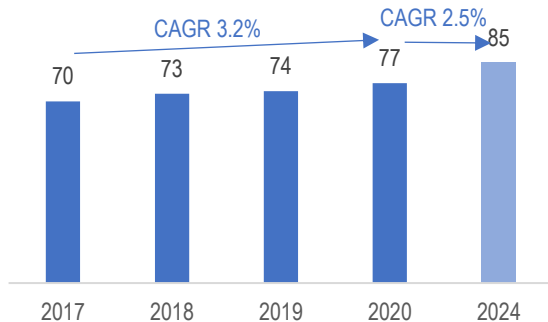


Источник: Национальный союз защиты прав потребителей

Источник: Национальный союз защиты прав потребителей

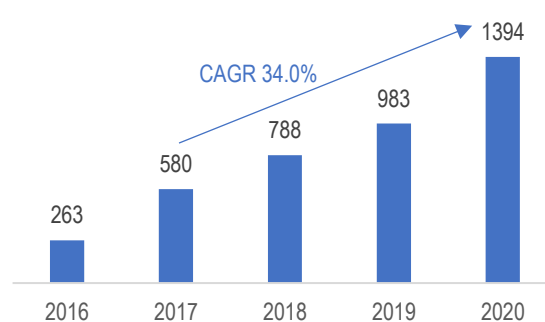
Российский рынок вина демонстрировал уверенный рост за последние несколько лет. Россия занимает 8 место среди стран с наиболее высоким уровнем потребления вина в мире и 1 место среди потребителей вина в СНГ и Восточной Европе в 2019г. Потребление вина на душу населения все еще остается в РФ ниже, чем в развитых странах. Доля продаж российского вина составляет 65% от всех продаж вина в 2020г.

Рис. 26. Рынок вина в РФ по объемам, млн 9л кейсов



Источник: данные компании

Рис. 27. Группа БЕЛУГА – объемы импортируемого вина, 000 9л кейсов



Источник: данные компании

Российский рынок вина является развивающимся, частично покрытым предложением местных производителей, но большей частью – импортными брендами. Согласно данным Министерства промышленности и торговли, Россия производит около 530 тыс тонн винограда в год (549 тыс тонн винограда по оценкам на 2019г.). Текущая площадь под виноградниками оценивается в 95,000га, включая 7,000га, посаженных в 2018г. Россия импортировала 11.6 млн дал винных материалов, в основном из Испании, Украины, Узбекистана и Уругвая в 2018г.

Произведенное в РФ вино покрывало около 50% потребления в 2018г. Крупнейшие импортеры вина в РФ – Испания, Италия, Франция и Грузия.

Тренды российского рынка алкоголя

- **Российское производство алкоголя снизилось** на 8% г/г в 2020г., однако, как ожидается, оно вернется на уровень 2019г. в 2021-22г. за счет растущего экспорта спиртных напитков, диверсификации продукции и инвестиций в собственные бренды российскими производителями, как внутри страны, так и в мире.
- **Потребления вина растут по сравнению со спиртными напитками в среднем** из-за более здорового выбора молодых потребителей.
- **Потребление водки остается стабильным в РФ** за последние 4 года. Традиционно, водка потребляется в чистом виде, но также растет потребление «вне дома» в виде коктейлей. С ростом доходов населения потребление «вне дома» будет расти. Производство водки росло со средним темпом 6.9% в год в 2015-19гг.
- **Экспортеры водки получили преференции** от Правительства как следствие изменения Бюджетного кодекса. Производители винограда также получили преференции после внесения изменений в Налоговый кодекс в 2019г.

Регулирование рынка алкогольных напитков

Российские компании должны исполнять требования российского регулятора и регуляторов всех стран, куда экспортируется продукция.

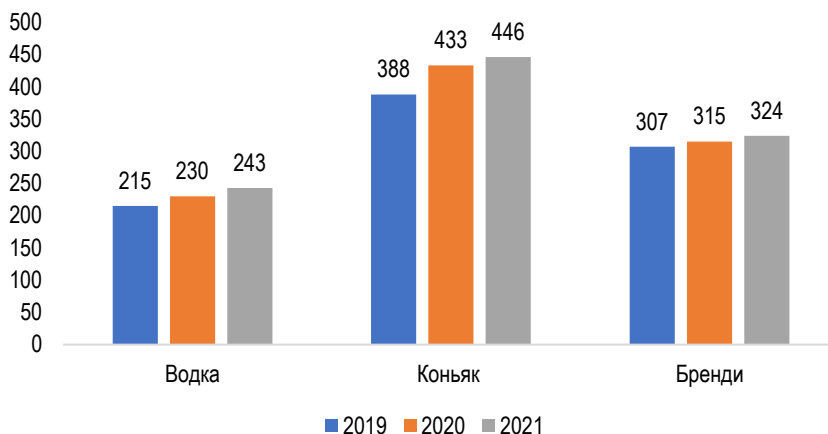
- **Обязательное маркировка.** Важные изменения на рынке алкогольных напитков были введены с обязательной маркировкой бутылок. Все алкогольные напитки, включая пиво, сидр, пуаре и медовуху, должны быть маркированы специальным кодом если они произведены в РФ и иметь специальную акцизную марку, если они импортированы в РФ. Обязательная система маркировки улучшила положение легальных производителей, которые ранее испытывали давление со стороны подделок, ввезенных в РФ из соседних стран. Согласно разным оценкам, доля серого рынка в РФ составляла около 30%. Регулирование помогло улучшить дистрибуцию продукции, поскольку каждая бутылка имеет уникальную марку. Потребители продукции могут проверить происхождение бутылки через приложение.
- **Законодательство о производстве вина.** Законодательство о виноделии ввело ограничения на использование импортных материалов. Закон затрагивает производство игристых вин.
- **Акцизы на вино были увеличены на 1руб. г/г до 32 руб за литр для тихого вина и до 41 руб для игристого вина** в 2021г. Ставка одинакова для произведенного в стране и импортируемого вина, в соответствии с требованиями ВТО.

Цены в России

Россия устанавливает минимальный уровень цен на спиртные напитки для розничных продаж. Минимальный уровень розничных цен для водки установлен на уровне 205 руб за 0.5 л в 2018г., увеличившись до 215 руб/0.5л в 2019г., до 230 руб/0.5л в 2020г. и до 243 руб/0.5л в 2021г. Коньяк и бренди имеют установленные цены 446 руб/0.5л и 324руб/0.5л в 2021г.

Согласно менеджменту Группы БЕЛУГА, количество промо дней и дисконтов в ритейл сегменте уже достигло высокого уровня и дальнейшее существенное увеличение маловероятно. Ценовая конкуренция составляет существенный риск для производителей в низкоценовом сегменте и некоторый риск для производителей премиальных и суб-премиальных продуктов.

Рис. 28. Минимальные розничные цены на спиртные напитки в России, руб за 0.5 л



Источник: Министерство финансов

Цена на водку, как ожидается, будет расти на 5% в среднем в 2021г., тогда как цена на вино и другие спиртные напитки могут повыситься на 10-15%, по мнению экспертов.

Средние цены на водку меняются в зависимости от региона, отражая средний уровень дохода населения в регионе и местные предпочтения из-за погодных условий. Регионы с наиболее высокой ценой на водку – Чукотка, Якутия, Еврейский АО, Ненецкий АО и Москва.

Наиболее высокий уровень потребления водки на Сахалине, в Коми, в Магаданской области, на Чукотке и в Карелии, где среднее потребление превышает 9 л на душу населения. Среднее потребление водки в России составило 4.8 л на душу населения в 2019г.

Основными факторами роста цен на алкогольном рынке РФ были:

- Минимальный уровень розничных цен установленный Министерством финансов
- Доход на душу населения и покупательная способность населения, обычно зависящая от региона
- Уровень местной конкуренции
- Курс рубля относительно евро и доллара, влияющий на доступность импортных напитков для потребителей внутри страны.

Группа БЕЛУГА

Описание бизнеса

Группа БЕЛУГА постоянно адаптируется к меняющимся условиям рынка алкогольной продукции. Компания представляет собой вертикально-интегрированную структуру, включающую производство и дистрибуцию продукции, экспортные и импортные операции.

Основанная в 1999г. Группа развила портфель брендов, и управляет дистрибуцией 45 собственных и 110 партнерских брендов в РФ. Группа БЕЛУГА имеет 5 производственных площадок и управляет сетью ВинЛаб с 665 магазинами в РФ. В 2018г. Группа приобрела поместье Голубитское и начала собственное производство вина. Сложный рынок сложившийся на фоне распространения коронавируса показал устойчивость модели Группы и возросшую важность ритейла и собственной платформы дистрибуции. Выручка Группы выросла в более чем 3 раза за 10 лет с 18 млрд руб до 63 млрд руб в 2020г.

Рис. 29. Группа БЕЛУГА - ключевые элементы бизнеса



Источник: данные компании

Сегмент Производство и дистрибуция включает несколько звеньев, которые позволяют поучить высокую маржу и эффективно модернизировать производство в зависимости от потребительских предпочтений.

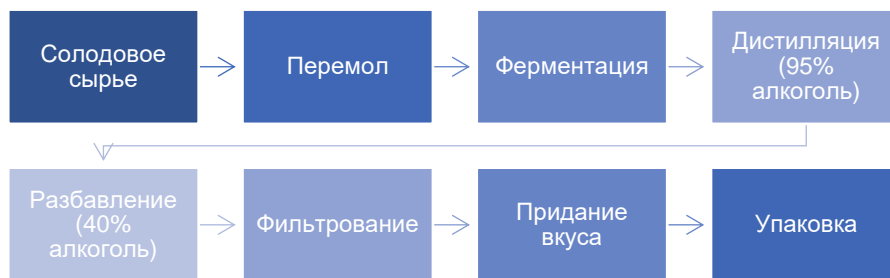
1. Производство

Группа БЕЛУГА управляет пятью производственными площадками в России с общей мощностью 20млн 9л кейсов. Сегмент Производство и Дистрибуция включает собственные операции по производству собственных брендов и дистрибуцию в РФ собственных и импортных брендов. Отгрузки компании составили 17.369млн 9л кейсов

в 2020г. (рост 10.7% г/г) и 3.38млн 9л кейсов в 1кв. 2021г. Продажи собственной продукции выросло до 14.982млн 9л кейсов (6.9% г/г) в 2020г. и 2.569млн 9л кейсов (рост 1.9% г/г) в 1кв. 2021г. Отгрузки импортных брендов выросли до 2.387млн 9л кейсов (42% г/г) в 2020г. и 526тыс 9л кейсов (рост 31% г/г) в 1кв. 2021г.

С покупкой завода этанола, Группа имеет возможность производство собственного спирта и больший контроль над производственной цепочкой.

Рис. 30. Схема производства водки



Источник: данные компании

Компания имеет мощности для роста объемов производства. Согласно менеджменту, расширение существующих мощностей может быть сделано при сравнительно низких затратах для поддержки роста в сегменте Ритейл.

Рис. 31. Группа БЕЛУГА – производство и дистрибуция



Источник: данные компании

В 2018г. Группа БЕЛУГА приобрела поместье Голубитское, включающее виноградники на 241 га плодородных почв и землю 900 га для использования под виноградники в будущем. Поместье включает винодельню. В настоящее время поместье производит игристое вино под брендом Tête de Cheval, а также выпускает вино под брендом Golubitskoye Estate.

Рис. 32. Группа БЕЛУГА – основные метрики винного сегмента

Площадь под виноградниками	Дополнительная площадь	Мощность производства, бутылок в год	Использование мощности, 2020г.	Продажи в 2020г., бутылок
241 га	900 га	2.5 млн	55%	1.2 млн

Источник: данные компании

В 2020г. Группа приобрела Чугуновский завод с мощностью 1 млн дал в год. Завод будет выпускать спирты, используемые в выпуске экопродуктов.

2. Платформа дистрибуции

Дистрибуция компании включает сеть внутри страны и экспортную сеть сбыта в более чем 100 странах. Внутри страны компания управляет 12 логистическими центрами и представляет собственные и партнерские бренды во всех ключевых ритейл сетях. Экспортные бренды включают 20 собственных продуктов Группы.

Рис. 33. Дистрибуция водки Белуга

Регион	Доля в экспортных объемах	Количество менеджеров по продажам
США	14%	18
Европа	28%	17
СНГ, исключая Россию	9%	4
Ближний Восток и Африка	28%	5
Каналы беспрошленной торговли	12%	3

Источник: данные компании

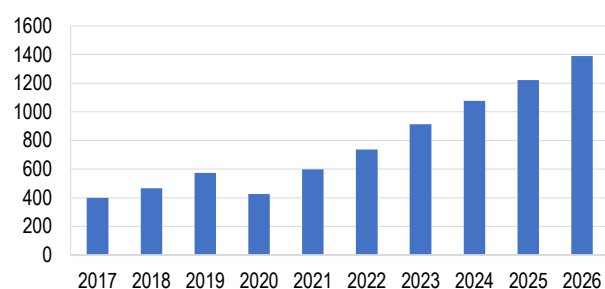
Сегмент Производства и Дистрибуции интегрирует собственные внутренние, экспортные и импортные операции, которые не являются частью Ритейл сегмента. Основными факторами роста в сегменте являются экспортные продажи водки Белуга и других собственных брендов, а также импорт и дистрибуция в России партнерских брендов. Наш прогноз по объемам представлен ниже.

Рис. 34. Продажи собственных и импортных брендов, тыс дал



Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 35. Продажи водки Белуга, включая экспорт, тыс дал

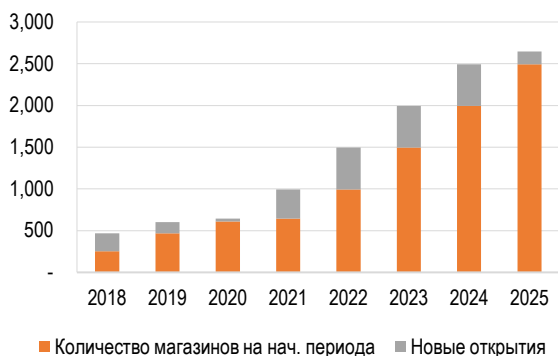


Источник: данные компании, Hypothesis Research

3. Ритейл

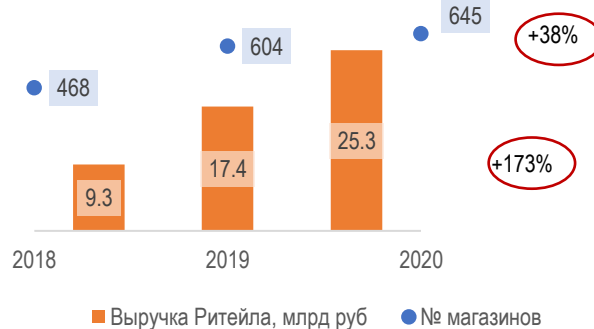
В 2018г. Группа БЕЛУГА добавила сегмент Ритейла. Специализированная сеть магазинов ВинЛаб, которая включала 252 магазина в 2017г., стала работать как часть сети дистрибуции Группы. Количество магазинов достигло 665 на конец марта 2021г., большинство из которых находятся в Москве, Санкт-Петербурге и на Дальнем Востоке. Средняя площадь магазина составляет 80 кв.м.

Рис. 36. Количество магазинов сети ВинЛаб



Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 37. Выручка и количество магазинов в 2018-2020гг.



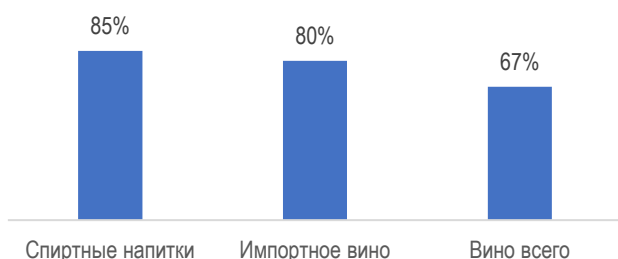
Источник: данные компании

Покупка сети магазинов ВинЛаб принесла Группе несколько конкурентных преимуществ:

- Лучшее понимание поведения покупателей
- Прямой доступ к покупателям
- Преимущество в переговорах с партнерами
- Дополнительная маржа от операций
- Способность проводить ценовую политику
- Контроль за издержками в дистрибуции
- Меньшая зависимость от сетей третьих компаний.

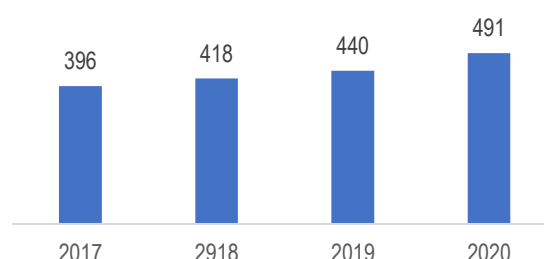
Группа реализовала в 1.3-1.5 раза большую маржу (валовая маржа за вычетом маркетинговых и листинговых затрат) для ВинЛаба по сравнению с другими ритейл-продавцами.

Рис. 38. Группа БЕЛУГА – доля продаж в Ритейле по категориям в 2020г., %



Источник: данные компании

Рис. 39. Средний чек в сети ВинЛаб, руб



Источник: данные компании

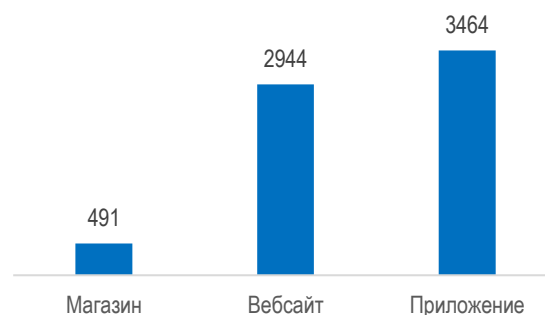
Согласно менеджменту Группы доля закрытий магазинов составила 1.8% по сравнению с 4% у сопоставимых компаний (Fix Price и Магнит в 2020г.). ВинЛаб имеет более 3 млн потребителей, из которых 64% держат карты лояльности. В сети представлено 1,500 наименований продуктов (SKU), большая часть из которых – тихое и игристое вино (44% SKU), водка и прочие спиртные напитки (32% SKU). Собственные бренды Группы представляют 72% всех SKU ВинЛаб. Всего портфель брендов сети ВинЛаб представляет 400 брендов.

Рис. 40. Ассортимент ВинЛаб по категориям



Источник: данные компании

Рис. 41. Средний чек в сети ВинЛаб, руб. 2020г.



Источник: данные компании

Сегмент Ритейла демонстрировал сильные финансовые результаты в 2020г., включая рост выручки на 45.7% г/г до 25.3 млрд руб и EBITDA маржу 11.8%.

Рис. 42. Сопоставление ВинЛаб с форматами сети Магнит

	Средний чек* (искл НДС), 4кв. 2020г.	LfL* 4кв.20г. рост чека	Плотность продаж, тыс руб. на кв м. в год	SKU
ВинЛаб	491	11.50%	508	1500
Магнит – магазин у дома	313	17.60%	233	6447
Магнит - супермаркет	643	13.40%	216	17317
Магнит - фарма	371	12.90%	99	9758

Источник: данные компаний, *) ВинЛаб- за 2020г.

В России действуют ограничения на продажи алкоголя онлайн. Потребители должны посетить магазин, чтобы получить товар. Формат click & collect стал широко популярным в России на фоне карантинных мер.

Рис. 43. Группа БЕЛУГА – ключевые метрики онлайн бизнеса

Click & collect заказы в месяц через вебсайт	Заказы в месяц через мобильное приложение	Трафик через вебсайт и приложение, тыс посещений, 2020г.	Средний чек в мобильном приложении, 2020	Средний чек на вебсайте, 2020г.	Доля онлайн торговли в продажах в 2020г.	Доля онлайн торговли в продажах в основных регионах в 2020г.
12.2 тыс	14.0 тыс	5,479 (+138% г/г)	3,464руб	2,944руб	2.7% (1.9п.п. г/г)	6.1% в Москве и Санкт Петербурге

Источник: данные компании

Собственный ритейл бизнес и мобильное приложение позволили Группе создать уникальный прямой доступ к потребителю. Компания планирует давать персональные рекомендации потребителям, ввести возможность искать по QR-коду, и запустить новые услуги для потребителей онлайн платформы. Количество наименований для продаж онлайн будет на 15% выше, чем в магазинах. Компания планирует вводить три типа дисконтов для лояльных потребителей, используя аналитику данных с платформы, чтобы сделать индивидуальным опыт каждого потребителя онлайн платформы.

Группа БЕЛУГА планирует расширить онлайн бизнес до 10-15% от выручки всего Ритейл сегмента к 2024г. В 2021г. компания откроет «темные» магазины для обслуживания онлайн продаж как точки получения товара для click & collect бизнеса.

4. Портфель брендов

Группа имеет диверсифицированный портфель брендов включая хорошо известные на внутреннем рынке и за рубежом бренды. Наиболее известный бренд портфеля - водка Белуга, основной экспортный товар Группы. Портфель включает четыре основные категории: супер-премиальная, премиальная и суб-премиальная, средняя и базовая.

Рис. 44. Некоторые бренды Группы БЕЛУГА

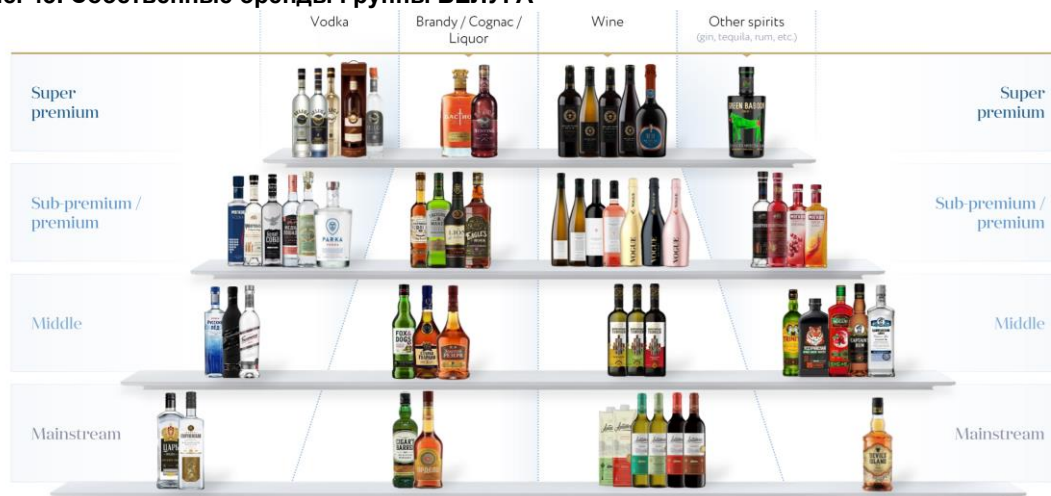
	VODKA	WINE	WHISKEY	RUM	COGNAC	OTHER
SUPER-PREMIUM						
PREMIUM/SUB-PREMIUM						
MIDDLE						
MAINSTREAM						

- Selected own brands - Selected imported brands

Источник: данные компании

В настоящее время Группа управляет портфелем из 45 собственных брендов и более 110 партнерских брендов. И собственные и партнерские бренды компании представлены в нескольких категориях, от базовой до супер-премиальной. В 2020г. Группа выиграла от диверсификации портфеля, включая успешные продажи собственного вина Golubitskoye Estate, позиционированного в супер-премиальной категории.

Рис. 45. Собственные бренды Группы БЕЛУГА



Источник: данные компании

Рис. 46. Портфель импортных брендов Группы БЕЛУГА



Источник: данные компании

Компания имеет сильный портфель брендов, включая широко узнаваемый в мире бренд Белуга. В сегменте Производство и Дистрибуция включены производство собственных брендов на пяти производственных площадках, а также розлив партнерских брендов, таких как William Lawson's Bacardi. Группа управляет сетью дистрибуции в России для таких брендов как William Grant & Sons, Camus cognacs, Torres brandy, Barcelo rum. Портфель собственных брендов включает супер-премиальную водку Белуга и водочные бренды Беленькая, Сокровище Тифлиса, Trouble Maker, Le Lion de Pierre, Eagle's Rock и Green Baboon. Портфель импортируемого вина включает Cono Sur, Torres, Masi Agricola, Frescobaldi Group, и Domaines Baron de Rothschild. Другие импортируемые спиртные напитки включают Grant's, Glenfiddich, Clan MacGregor, Monkey Shoulder, Torres, Milagro и Barcelo. Группа БЕЛУГА сосредоточила маркетинговые усилия на дистрибуции премиальных брендов для получения дополнительной маржи на насыщенном водочными брендами российском рынке. Стратегия на премиумизацию, диверсификацию портфеля брендов по ценовой категории и по сегменту позволило поддержать рост выручки Группы в 2014-2020гг. В 2018г. с покупкой поместья Голубицкое с мощностью 2 млн бутылок в

год, Группа получила возможность развития собственного винного бренда Golubitskoye Estate и игристого вина Tête de Cheval.

Динамика брендов представлена ниже. Бренды, виски и вина продемонстрировали существенный рост в 2020г. и остаются растущими категориями. Доля неводочных категорий в Производстве и Дистрибуции составила 34% в 2020г. и может расти до 45% к 2024г., согласно компании. Высокий спрос на новые и инновационные бренды поддерживает рост на рынке спиртных напитков.

Рис. 47. Динамика избранных брендов в 2020г.



Источник: данные компании

5. Эволюция бизнес-модели

Группа БЕЛУГА эволюционировала за последние несколько лет, с покупкой сети ВинЛаб и винодельни Голубитское. Будучи уже хорошо представленной на рынке вертикально-интегрированной группой, компания добавила платформу для прямых продаж к дистрибуции и собственные премиальные продукты к портфелю брендов. Группа трансформировалась из производителя спиртных напитков в специалиста рынка алкогольных напитков.

Текущий бизнес Группы БЕЛУГА представляет диверсифицированную платформу для прямых продаж. Собственный ритейл помогает компании запустить новые продукты на рынке, снижая риски запуска новых собственных и партнерских брендов.

Стратегия

В мае 2021г. Группа объявила стратегию развития на 2021-24гг. Основной фокус компании будет на поддержку роста для достижения выручки 130 млрд руб. к 2024г. Группа планирует несколько шагов для достижения этой цели:

1) Дальнейшая диверсификация портфеля брендов с фокусом на высоко маржинальные продукты:

- Сдвиг потребительских предпочтений от водки к бренди и виски с более высокой маржой приносит Группе дополнительный доход.
- Эксклюзивные контракты с крупнейшими международными производителями создает конкурентное преимущество для предложения высоко качественных продуктов на российском рынке.
- Развитие собственного виноделия позволяет Группе участвовать в растущем рынке вина в России.

2) Расширение сети ритейла:

- Новая цель по открытию магазинов с достижением 2,500 магазинов в сети ВинЛаб, в основном в Москве и Санкт-Петербурге, должно помочь достичь планируемого роста выручки и маржи.
- Прямой доступ к потребителю создает дальнейшие возможности для развития онлайн продаж.
- Расширение количества наименований в ритейле для лучшего предложения потребителям.

3) Постоянное движение в сторону онлайн продаж:

- Продажи алкоголя через онлайн платформу с точками выдачи товаров может обеспечить лучший сервис для потребителей и более высокую маржу компании.
- Высокое количество позиций SKU может быть доступно через онлайн платформу.
- Точки продаж click & collect в виде «темных» магазинов - низкочастотные центры выдачи товара для компании.
- Персонализированные предложения и промо дни будут доступны для клиентов онлайн платформы как часть программы лояльности.
- Таргетируемый маркетинг может играть важную роль для привлечения потребителей.

4) Глобальное расширение продаж бренда Белуга:

- Группа таргетирует ключевые международные рынки для продаж бренда Белуга путем эксклюзивных контрактов с международными партнерами и развития каналов дистрибуции.
- Восстановление бизнеса беспрошльной торговли создает возможности для роста.

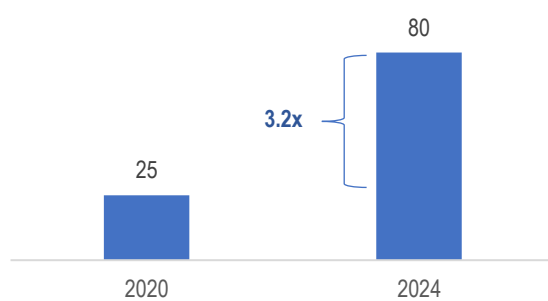
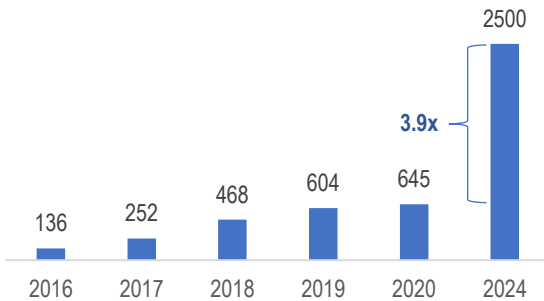
5) Цифровизация и операционное управление:

- Автоматизация производства и логистических процессов, также как и транспортной логистики должны повлиять на операционную эффективность Группы.
- Модель управления ростом выручки (Revenue Growth Management) будет применяться компании в дальнейшем для контроля роста
- Аналитика данных в дистрибуции и ритейле поможет улучшить вовлеченность потребителей.

Рост ритейла является ключевым элементом стратегии.

Рис. 48. Динамика магазинов сети ВинЛаб

Рис. 49. Динамика выручки Ритейла, млрд руб



Источник: данные компании

Источник: данные компании

Компания таргетирует следующие этапы принятия решений при открытии магазинов.

Рис. 50. Подход к расширению ритейла

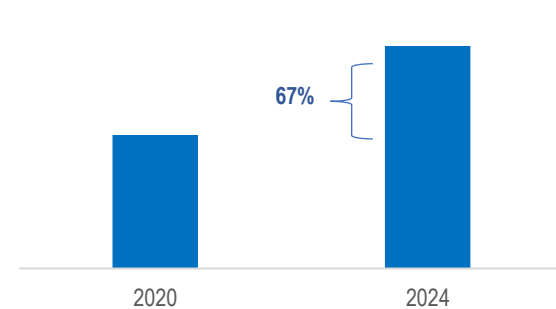
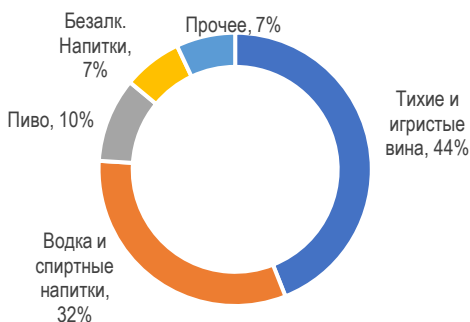
Расположение	Конкуренция	Экономика
Московская область, Санкт Петербург	Количество конкурентов в радиусе 300 метров	5-7% ставка аренды от выручки на магазин
Близость к транспортным развязкам	Анализ существующего трафика	Безубыточность на горизонте 6 месяцев
80-100 кв м средняя площадь	Близость к торговым центрам	Кап.затраты 3 млн руб на магазин

Источник: данные компании

Группа планирует увеличить количество наименований товара до 3,000 к 2024г. с 1,800 в 2020г.

Рис. 51. Структура товарного предложения сети ВинЛаб в 2020г., %

Рис. 52. ВинЛаб и онлайн – количество товарных позиций (SKU)



Источник: данные компании

Источник: данные компании

Группа БЕЛУГА поставила целью достичь уровня 10-15% от онлайн торговли в продажах Ритейл сегмента к 2024г. с 3% в 2020г. Для достижения этой цели, компания планирует предпринять несколько шагов:

- Введение дополнительных услуг для потребителей, включая дегустации онлайн, обучение и винные наборы.

- Персональные предложения и промо для лояльных клиентов, открытие «темных» магазинов
- Запуск алкогольного маркетплейса используя собственные и партнерские складские помещения.

Развитие бренда Белуга

Глобализация бренда Белуга является одним из основных пунктов стратегии, поскольку обеспечивает более высокую маржу от экспорта, чем продажи на внутреннем рынке и позволяет компании продвигать другие бренды на мировом рынке.

Бренд водки Белуга удерживает лидирующие позиции в мировых рейтингах и конкурирует с другими брендами в мире. Продажи бренда росли на протяжении нескольких лет на разных экспортных рынках, включая такие рынки как США, Израиль, Европа, СНГ. Компания развивает продажи бренда в международных аэропортах через сети магазинов беспошлинной торговли. Группа также экспортирует бренды Беленькая, Мягков, Русский Лед.

Рис. 53. Drinks International Brand report 2021 – Наиболее продаваемые бренды

Рис. 54. Drinks International Brand report 2021 – наиболее популярные бренды

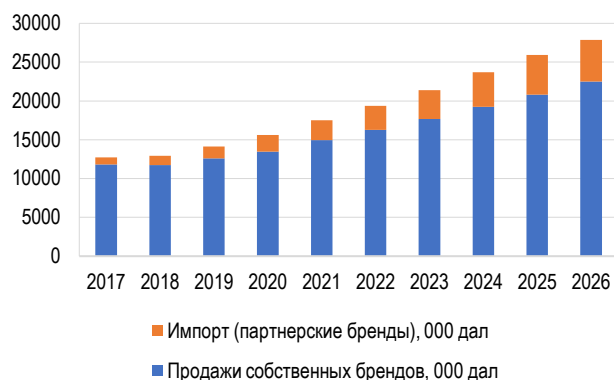


Источник: https://drinksint.com/news/fullstory.php/aid/9300/Brands_Report_2021:_Vodka.html

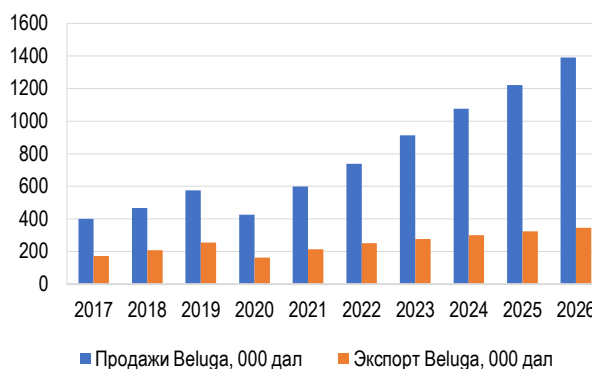
Операционные показатели

Сильные показатели в 2020г. установили высокую базу для сопоставлений будущей динамики. Однако, компания отчиталась о росте отгрузок на 5.9% г/г, 41% росте экспорта и 31% росте импортных продаж в 1 кв. 2021г.

Мы ожидаем объемы продаж Группы будут расти в среднем на 10.9% в год до 2024г.

Рис. 55. Группа БЕЛУГА – продажи собственных и импортных брендов, 000 дал

Источник: данные компании, Hypothesis Research

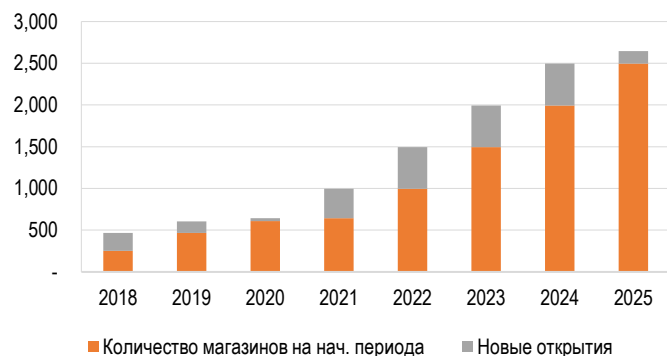
Рис. 56. Производство и экспорт водки Белуга, 000 дал

Источник: данные компании, Hypothesis Research

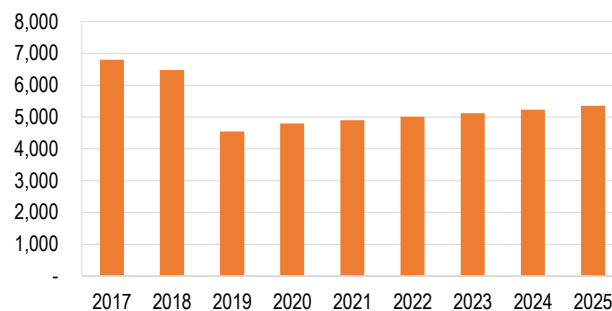
Мы ожидаем, по крайней мере, рост цен на 4.5% для произведенных в России и на 10% для импортных в 2021г. и рост цен ниже темпа инфляции с 2022г.

В сегменте Ритейла мы ожидаем количество магазинов вырастет на 350 в 2021г. и по 500 магазинов будет добавляться в год в 2022-24гг. С достижением 2,500 магазинов в 2024-25гг.

В сегменте Продуктов питания компания имеет зрелый бизнес, который рассматривает не основным. В сегменте ожидается стабильная выручка.

Рис. 57. Сегмент ритейла: количество магазинов

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 58. Группа БЕЛУГА – выручка сегмента Продуктов питания, млн руб.

Источник: данные компании, Hypothesis Research

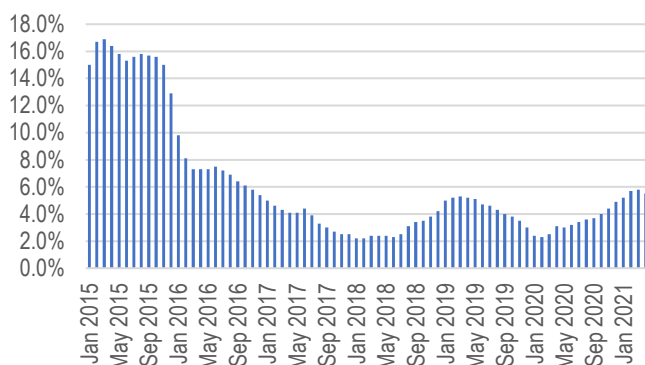
Финансовый прогноз

Наш финансовый прогноз по Группе БЕЛУГА основан на макроэкономических прогнозах, приведенных ниже.

Ситуация в российской макроэкономике была благоприятна для ритейлеров последние несколько месяцев. Реальный ВВП вырос на 0.5% г/г в марте 2021г., тогда как в 1 кв. 2021г. все еще показывал снижение на 1.3% г/г по мере восстановления мировой экономики. Промышленное производство выросло на 1.1% г/г и на 12.2% м/м в марте

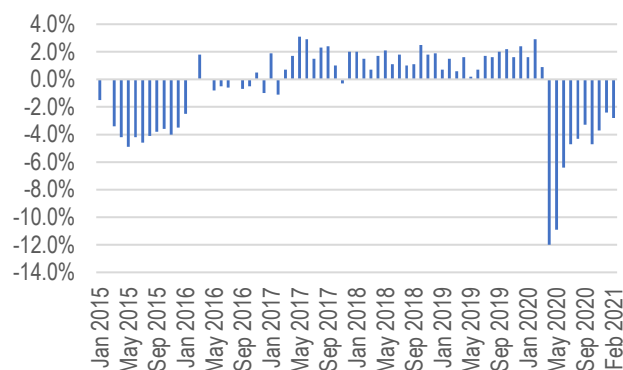
2021г. Инфляция остается поддерживающей для ритейлеров, включая Продовольственный ИПЦ 5.8% г/г и ИПЦ 4.4% г/г в 4кв. 2020г. В 2021г. цены росли в среднем на 0.2% в неделю. Продажи в ритейле упали из-за пандемии на 3.9% г/г в 4кв. 2020г. в реальном выражении и добавили 2.3% г/г в номинальном. Уровень потребительской уверенности оставался сравнительно низко в 2020г. Реальные доходы населения восстановились к концу 2020г., с ростом реальной зарплаты на 2.2% в 4 кв. 2020г., однако реальные располагаемые доходы снизились на 1.7% г/г в 4кв. 2020г. В 1кв. 2021г. реальный располагаемый доход показал снижение 3.6% г/г.

Рис. 59. ИПЦ в России, г/г, %



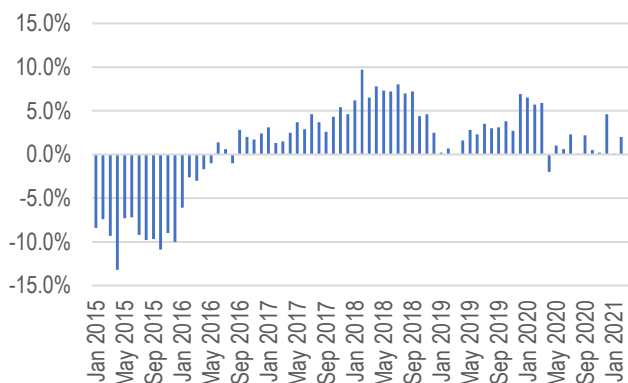
Источник: Refinitiv

Рис. 60. ВВП в России, г/г ежемесячно, %



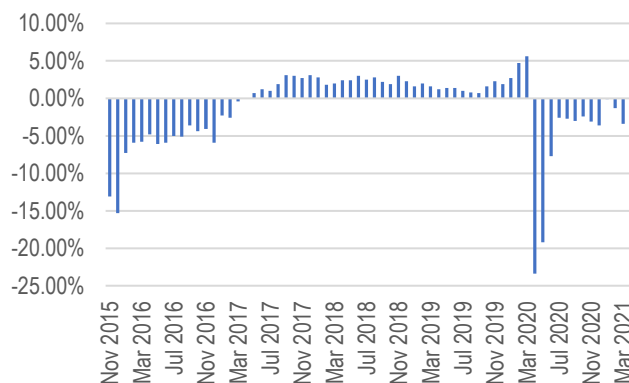
Источник: Refinitiv

Рис. 61. Динамика реальной заработной платы в РФ, г/г, %



Источник: Refinitiv

Рис. 62. Изменение розничных продаж в РФ, г/г, %



Источник: Refinitiv

Рис. 63. Макро прогноз по российской экономике

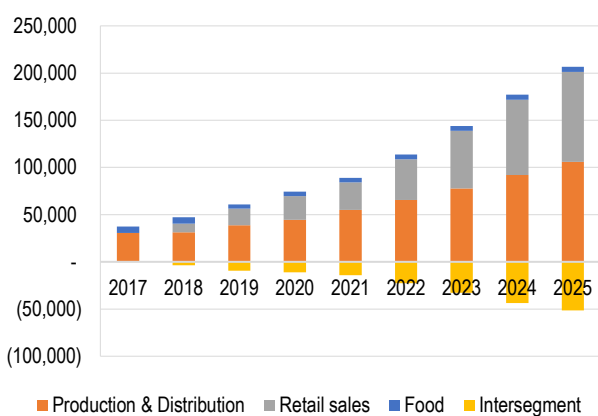
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Рост реального ВВП	-0.2%	1.5%	2.3%	1.3%	-3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Рост промышленного производства	1.1%	3.7%	3.5%	3.4%	-2.6%	4.2%	3.8%	2.4%	2.4%	2.4%
Цена нефти Brent, долл. За барр	44	54	71	69	41	65	62	62	62	62
USD/RUB на конец года	61	58	69	62	69	68	68	68	68	68
USD/RUB среднее	67	58	63	65	72	72	74	68	68	68
ИПЦ, дек к дек	7.1%	3.7%	2.9%	4.5%	4.9%	5.3%	4.5%	3.5%	3.0%	3.0%

Источник: gks.ru, Hypothesis Research

Структура выручки

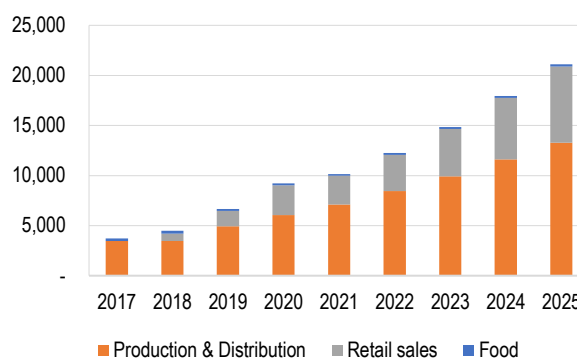
Наш прогноз выручки для Группы БЕЛУГА основан на прогнозах по сегментам Производство и Дистрибуция, Ритейл и Продукты питания. Компания имеет сравнительно стабильный сегмент продуктов питания, который рассматривается непрофильным бизнесом Группы и может быть продан в будущем. Выручка сегмента Ритейл стала публиковаться с 2018г., когда компания отразила операции приобретенной сети ВинЛаб. Группа проинвестировала в ритейл в 2018-2020гг. и имеет 665 магазинов по состоянию на март 2021г. Группа планирует существенные инвестиции в рост числа магазинов до 2,500 к 2024г. Ожидается, что операционная маржа магазинов будет улучшаться по мере зрелости магазина и роста выручки на горизонте 12-18 мес.

Рис. 64. Группа БЕЛУГА – выручка по сегментам, млн руб



Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 65. Группа БЕЛУГА - EBITDA по сегментам, млн руб



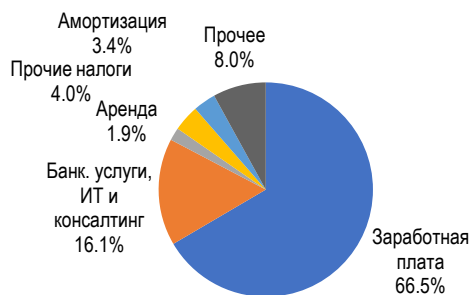
Источник: данные компании, Hypothesis Research

Структура затрат

Структура затрат Группы БЕЛУГА остается довольно стабильной с материалами составляющими до 94% от себестоимости продукции, и заработной платой составляющей до 66% от общих и административных расходов. Мы ожидаем, что Группа увеличит обязательства по аренде из-за открытия новых магазинов. Стоимость аренды, как ожидается, составит около 5-7% от выручки магазинов.

Капитальные затраты Группы ожидаются в диапазоне 2.2-2.7 млрд руб из-за открытий новых магазинов. Менеджмент оценивает затраты на открытие одного магазина в 3 млн руб и дополнительные ИТ издержки около 700 млн руб в год.

Рис. 66. Группа БЕЛУГА - общие и административные расходы в 2020г.



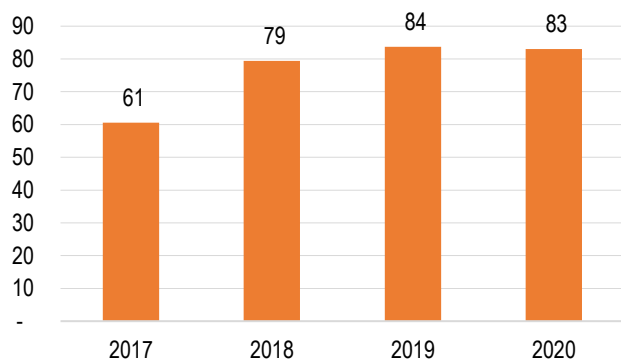
Источник: данные компании

Рис. 67. Группа БЕЛУГА - структура себестоимости в 2020г.



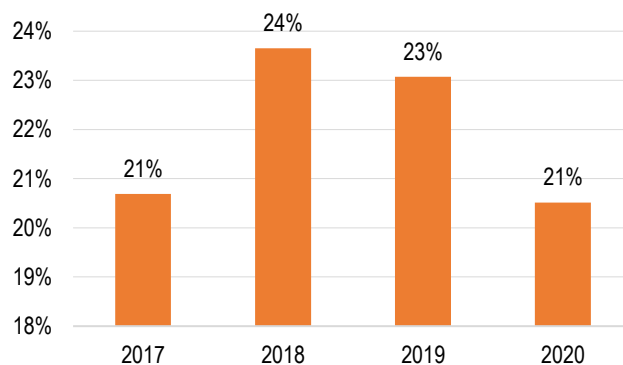
Источник: данные компании

Рис. 68. Расходы на дистрибуцию в расчете на литр продукции, руб



Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 69. Расходы на дистрибуцию в доле от выручки

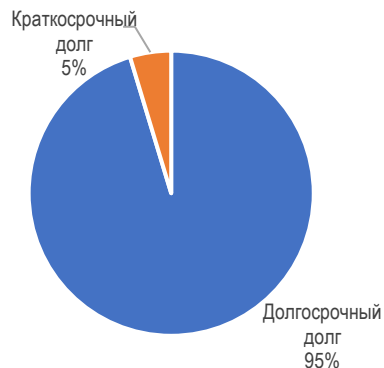


Источник: данные компании, Hypothesis Research

Структура долга

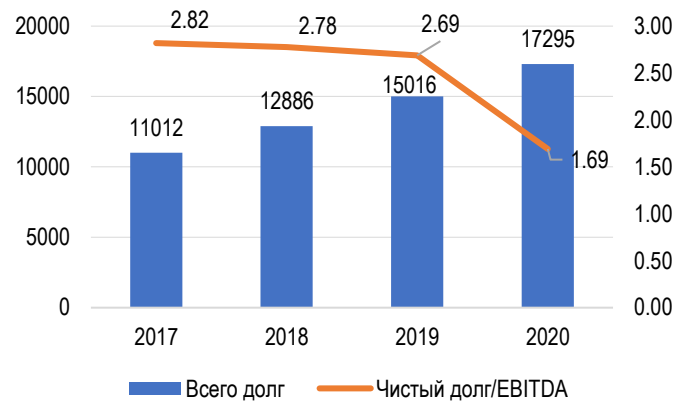
В 2020г. Группа БЕЛУГА снизила уровень долговой нагрузки, достигнув уровня чистый долг/EBITDA (долг включая обязательства по лизингу) ниже 1.7х. Компания имеет несколько выпусков облигаций, три из которых торгуются на Московской бирже с доходностью 7.76-8.05% на 24 мая 2021г. Группа получила долгосрочный рейтинг issuer's default in foreign currency на уровне B+, Stable от Fitch Ratings в июне 2020г., и также ruA от Expert RA в апреле 2021г.

Рис. 70. Группа БЕЛУГА структура долга на 31/12/19, %



Источник: данные компании

Рис. 71. Группа БЕЛУГА – динамика долга и Чистый долг/ЕВITDA*



Источник: данные компании, Hypothesis Research, *) Based on total debt including lease

Рис. 72. Группа БЕЛУГА - отчет о прибыли и убытках, млн руб.

Млн руб	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	37,303	43,411	51,270	63,292	74,733	90,982	110,841	133,377	155,158
Себестоимость	23,628	26,521	31,916	40,614	48,013	58,294	70,850	84,948	98,463
Валовая прибыль	13,675	16,890	19,354	22,678	26,720	32,688	39,990	48,429	56,695
Валовая маржа	36.7%	38.9%	37.7%	35.8%	35.8%	35.9%	36.1%	36.3%	36.5%
Общие и административные расходы	2,951	3,102	2,910	2,849	3,670	4,456	5,416	6,493	7,527
Коммерческие расходы	7,719	10,269	11,829	12,985	15,351	18,637	22,652	27,159	31,480
Прочие доходы и расходы	- 157	246	-158						
Операционная прибыль	2,848	3,273	4,457	6,842	7,696	9,592	11,919	14,772	17,683
Операционная маржа	7.6%	7.5%	8.7%	10.8%	10.3%	10.5%	10.8%	11.1%	11.4%
Чистые финансовые затраты	1,931	2,059	2,392	3,267	2,100	1,858	1,501	1,160	952
Прибыль до налогов	917	1,214	2,065	3,575	5,596	7,734	10,418	13,612	16,730
Налог на прибыль	262	276	530	774	1,399	1,933	2,605	3,403	4,183
Чистая прибыль	655	938	1,535	2,801	4,197	5,800	7,814	10,209	12,548
Чистая маржа	1.8%	2.2%	3.0%	4.4%	5.6%	6.4%	7.0%	7.7%	8.1%
EPS	35	68	104	197	341	471	635	829	1,019
ЕВITDA	3,616	4,251	6,505	9,207	9,832	11,862	14,376	17,402	20,473
ЕВITDA маржа	9.7%	9.8%	12.7%	14.5%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%	13.2%

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 73. Группа БЕЛУГА - баланс, млн руб

Млн руб	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Активы									
Внеоборотные активы									
Основные средства	6,501	9,898	13,885	12,880	13,354	14,452	15,470	16,414	15,896
Гудвил	230	3,511	3,511	3,511	3,697	3,863	3,999	4,119	4,242
Инвестиции в дочерние компании	1,095								
Нематериальные активы	8,612	10,091	10,017	10,071	10,605	11,082	11,470	11,814	12,168
Прочие долгосрочные активы	409	530	260	289	304	318	329	339	349
Отложенные налоговые активы	1,014	1,401	1,786	1,595	1,680	1,755	1,817	1,871	1,927
Всего внеоборотные активы	17,861	25,431	29,459	28,346	29,639	31,471	33,084	34,557	34,583
Текущие активы									
Запасы	9,745	12,666	16,181	16,486	19,489	23,662	28,759	34,482	39,968
Биологические активы	240	165	159	-	-	-	-	-	-
Дебиторская задолженность	11,806	8,049	9,813	12,520	14,783	17,997	21,926	26,384	30,692
Предоплата	470	595	605	550	649	791	963	1,159	1,348
Предоплата по налогу на прибыль	42	133	126	157	186	225	274	328	381
Активы для продажи	12								
Денежные средства	819	1,083	1,085	4,890	4,417	4,497	4,402	5,348	8,254
Всего текущие активы	23,134	22,691	27,969	34,603	39,525	47,173	56,324	67,701	80,643
Всего активы	40,995	48,122	57,428	63,530	69,164	78,643	89,408	102,258	115,226
Акционерный капитал и обязательства									
Всего акционерный капитал	19,448	19,303	20,033	20,345	22,466	25,397	29,345	34,504	40,844
Долгосрочные обязательства									
Займы и облигации	10,112	12,419	12,628	16,487	16,487	15,487	14,487	11,493	9,696
Долгосрочная кредиторская задолженность	-	840	580	-	-	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	844	820	1,077	1,298	1,534	1,863	2,264	2,715	3,147
Всего долгосрочные обязательства	10,956	14,079	16,611	19,520	20,979	22,587	24,313	23,759	23,070
Текущие обязательства									
Займы и облигации	900	467	2,388	808	-392	-892	-2,392	-1,898	-1,601
Кредиторская задолженность	9,355	13,917	16,800	20,262	23,953	29,082	35,347	42,380	49,123
Налог на прибыль	336	356	364	707	186	225	274	328	381
Всего текущие обязательства	10,591	14,740	20,784	23,206	25,719	30,660	35,749	43,995	51,311
Всего акционерный капитал и обязательства	40,995	48,122	57,428	63,530	69,164	78,643	89,408	102,258	115,226

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Рис. 74. Группа БЕЛУГА отчет о движении денежных средств, млн руб

Млн руб	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Денежные средства от операционной деятельности	1956	4745	4506	8616	8257	9603	11615	14255	17421
Чистый денежный поток от операционной деятельности	-471	2182	1848	6114	4758	5812	7510	9692	12286
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	-729	-2183	-2194	-2529	-1193	-1742	-1541	-1409	40
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	1009	265	348	220	-4037	-3990	-6064	-7337	-9421
Чистое увеличение денежных средств	-191	264	2	3805	-473	80	-95	946	2906
Денежные средства на начало периода	1010	819	1083	1085	4890	4417	4497	4402	5348
Денежные средства на конец периода	819	1083	1085	4890	4417	4497	4402	5348	8254

Источник: данные компании, Hypothesis Research

Оценка

Группа БЕЛУГА является игроком рынка алкогольных напитков с ограниченным количеством публичных сопоставимых компаний. Группа занимает лидирующее положение на российском алкогольном рынке, хотя имеет ограниченное представление на мировом рынке. Компания представила стратегию роста, которая, вероятно, окажет давление на операционную маржу в период интенсивного открытия магазинов в краткосрочном периоде (предполагая 12 месяцев до выхода на положительную рентабельность), однако, компания имеет относительно высокую маржу в ритейле с выходом на окупаемость, что может поддержать параметры оценки.

Мы оцениваем акции Группы БЕЛУГА методом ДДП с WACC of 12.75% и темпом роста за периодом прогнозирования в диапазоне 0.0-1.5%.

Мы оцениваем рыночную капитализацию Группы на 12-месячном горизонте 69.9-85.7 млрд руб. Это соответствует 5,673-6,958 руб за акцию, основываясь на количестве акций 12.3 млн после корректировки на казначейский пакет. Анализ чувствительности для капитализации приведен ниже.

Рис. 75. Группа БЕЛУГА анализ чувствительности 12-месячной капитализации к WACC и темпу роста в постпрогнозный период

ТЕМП РОСТА, %	WACC				
	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
0.0%	80946	76964	73297	69911	66774
0.5%	83908	79641	75726	72122	68792
1.0%	87145	82557	78362	74513	70969
1.5%	90699	85744	81233	77109	73324
2.0%	94617	89242	84370	79935	75879
2.5%	98958	93099	87814	83023	78662

Источник: Hypothesis Research

Анализ сравнительных мультипликаторов показывает, что компания торгуется с дисконтом 66-76% к мировым аналогам из сектора алкогольных напитков и с дисконтом 32-64% к сопоставимым компаниям из России и развивающихся рынков на прогнозах 2021-22гг. по P/E и EV/EBITDA. Акции компании торгуются на мультипликаторах 4.9-5.9x EV/EBITDA на наших оценках 2021-22гг. и 7.9-10.8x P/E.

Акционерный капитал

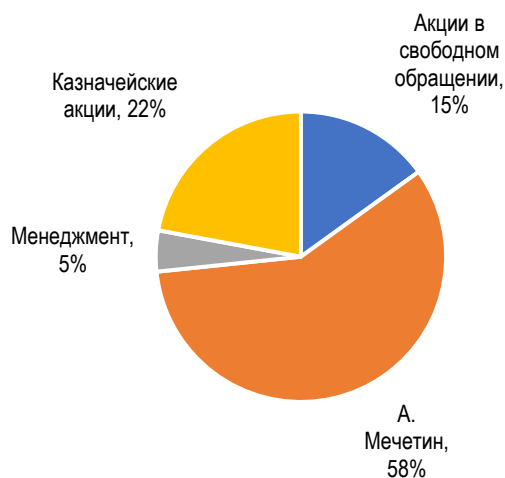
Обыкновенные акции Группы БЕЛУГА торгуются на Московской бирже под тикером BELU. Группа имеет 15.8 млн акций на конец марта 2021г.

Группа исполняла программу выкупа акций в течение нескольких лет. Пакет 19% или 3.6млн акций был погашен в 2020г.

Крупнейшим акционером Группы является Александр Мечетин, который контролирует 58% пакет на 31 декабря 2020г., исключая квазиказначейские акции. После погашения 3.6млн акций, квазиказначейский пакет оценивается в 22% и пакет в свободном обращении 15%. Менеджмент контролирует 5%.

В сентябре 2020г. Совет директоров Группы одобрил дивидендную политику. Компания собирается выплачивать по крайней мере 25% от консолидированной прибыли в качестве дивидендов по меньшей мере 2 раза в год. Группа заплатила 100 руб на акцию за 2020г. и 32 руб годом ранее. Коэффициент выплаты составил 50% в 2020г., и 30% в 2019г.

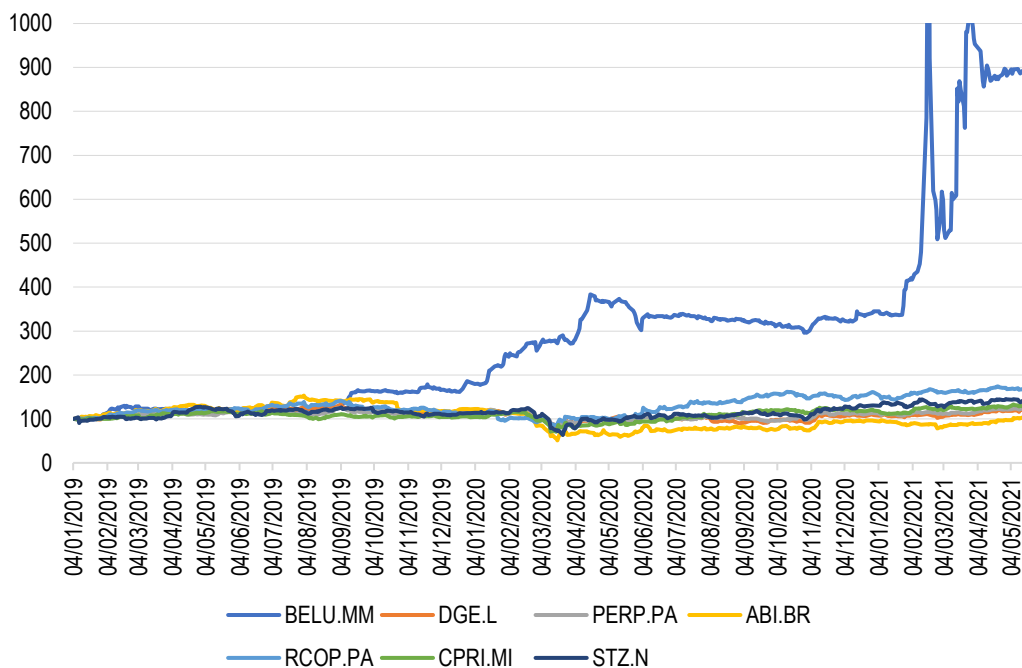
Рис. 76. Группа БЕЛУГА – структура акционеров



Источник: данные компании

В январе 2021г. акции компании были подвержены существенным спекулятивным движениям на фоне приобретений ритейл инвесторами. Сильные операционные и финансовые результаты поддержали рост акций. Менеджмент сообщил, что казначейский пакет может быть продан на рынке для улучшения ликвидности акций.

Рис. 77. Относительная динамика цен акций компаний сектора алкогольных напитков (03/01/2019=100)



Источник: Thomson Reuters, Hypothesis Research

Корпоративное управление и ESG

Группа БЕЛУГА осуществляет свою деятельность и сегменте спиртных напитков и придерживается принципов социальной ответственности. За год компания существенно улучшила коммуникацию с инвесторами и сделала информационное раскрытие деталей ESG. Группа вовлечена в несколько проектов по ответственному потреблению спиртных напитков и ESG и следует требованиям регулятора.

Рис. 78. Группа БЕЛУГА - параметры ESG

	Comments
Подход менеджмента	Корпоративное управление Группы БЕЛУГА основывается на следующих принципах: 1 Наиболее эффективное использование активов компании для получения экономической прибыли. 2 Строгое соблюдение текущего законодательства. 3 Одинаковое отношение ко всем акционерам компании. 4 Прозрачность бизнес-операций компании, своевременное раскрытие информации. 5 Внимание и уважение всех сторон заинтересованных в деятельности группы.
Управление	
Структура управления	Корпоративное управление Группы раскрыто на вебсайте компании. CEO компании Александр Мечетин отвечает за результаты деятельности группы, тогда как совет директоров одобряет стратегические и операционные решения и определяет цели. Исполнительные органы отчитываются перед советом директоров и включают генерального директора (CEO) и правление (коллегиальный исполнительный орган), который осуществляет операционное управление компании. Дополнительный контроль за финансовой и экономической деятельностью компании осуществляет отдел внутреннего аудита, комитет по аудиту совета директоров, независимый аудитор и комитет по аудиту.
Делегация полномочий	Группы имеет несколько исполнительных директоров, каждый отвечает за свою область деятельности: финансы, операции, развитие, несколько региональных исполнительных менеджеров в Beluga Marketing и на производственных площадках. Все отчитываются перед советом директоров и генеральным директором.
Уровень исполнительного менеджмента	CEO Александр Мечетин отвечает за общие результаты деятельности группы. Руководители производственных подразделений несут ответственность за выполнение производственных планов. Руководители Beluga Marketing и региональных отделений отвечают за результаты продаж и взаимоотношения с потребителями в регионах. Руководитель направления развития бизнеса отвечает за развитие отношений с партнерами, потребителями и за поддержку брендов.
Консультирование с заинтересованными сторонами	Компания проводит общие собрания и отвечает на все запросы заинтересованных сторон онлайн на веб-сайте.
Состав высшего органа управления	Высшим органом управления является совет директоров, который состоит из семи членов, включая двух независимых директоров. Совет директоров имеет комитет по аудиту.
Председатель высшего органа управления	Председателем совета директоров является исполнительный директор компании.
Назначение высшего органа управления	Совет директоров отвечает за выдвижение кандидатур на управляющие позиции и за оценку результатов органов управления.
Конфликт интересов	Правление согласовывает и принимает руководящие принципы для решения конфликта интересов.
Политика вознаграждения	Компания устанавливает целевые показатели эффективности (KPI) для менеджмента. Менеджеры компании контролируют 5% пакет акций компании и их интересы совпадают с интересами акционеров. Финансовое вознаграждение зависит от финансовых результатов деятельности группы.
Экономика	
Экономические показатели	Компания продемонстрировала сильные операционные и финансовые результаты в 2020г. The Группа отчиталась о выручке 63 млрд руб в 2020г., рост 23.4% r/r, и 9.2 млрд руб EBITDA, рост 41.5% r/r, с чистой прибылью 2.5 млрд руб, рост 71.6% r/r. Компания заплатила 100 руб на акцию за 2020г.

Присутствие на рынке	Группа позиционирована как ведущий производитель спиртных напитков в России с долей в производстве водки и ЛВИ 17.7%.
Политика закупок	Группа осуществляет закупки под контролем совета директоров по прозрачным процедурам.
Антикоррупционная политика	Группа приняла антикоррупционную политику.
Анти-конкурентное поведение	Группа приняла политику управления анти-конкурентным поведением.
Окружающая среда	
Материалы	Материалы включают сельскохозяйственную продукцию и упаковку. Группа пытается минимизировать использование пластмасс. Большая часть напитков продается в стеклянных бутылках. Бумага и эксклюзивная упаковка сделаны с использованием экологически чистых материалов.
Энергия	Потребление электроэнергии составило 121 гигаджоулей / выручку в млн долл в 2020г. против 187-1,171 для российских и 63-1,108 для мировых компаний сектора.
Вода	Потребление воды составило 166 м3 / выручку в млн долл в 2020г. против 167-6,298 для мировых компаний сектора. Группа использует воду для производства спиртных напитков. Используемая вода производится из чистой скважины с дополнительной фильтрацией на производственных предприятиях компании.
Биоразнообразие	Группа оказывает ограниченное влияние на биоразнообразие, отслеживает и ведет учет воздействия на производственных площадках.
Выбросы	Группа имеет ограниченные выбросы и старается минимизировать воздействие каждый год.
Отходы	Отходы группы составили 13 т / выручку в млн долл в 2020г. против 13-77 для российских и 2-59 для мировых компаний сектора
Соответствие экологическим нормам	Воздействие на окружающую среду и качество воздуха на границе санитарно-защитных зон постоянно контролируется на соответствие установленным предельным значениям на всех производственных площадках группы. Эти факторы оцениваются назначенными организациями ежеквартально. Используемые промышленные отходы собираются для переработки, а опасные отходы утилизируются назначенными компаниями.
Экологическая оценка поставщика	Компания соблюдает российские природоохранные законы и правила и стремится минимизировать воздействие на окружающую среду своего производства и отходов. Основные направления деятельности компании по защите окружающей среды включают ограниченное использование природных ресурсов, экономию энергии, переработку различных материалов и утилизацию промышленных отходов.
Социальная	
Занятость	В группе работает более 10,000 человек. Более 80% новых сотрудников проходят через программу адаптации.
Трудовые и управленческие отношения	Кадровая политика группы направлена на создание стимулов, предоставление объективных оценок доли каждого профессионала во вкладе в успех компании, поддержку и развитие внутри талантов и создание возможностей для карьерного роста и самореализации.
Гигиена и безопасность труда	Группа имеет высокие стандарты гигиены труда и техники безопасности и соответствует всем стандартам местного самоуправления.
Обучение	В 2020г. сотрудники компании закончили более чем 230,000 часов тренинга.
Разнообразие и равные возможности	Группа продвигает политику равных возможностей. Женщины составляют 60% сотрудников.
Недопущение дискриминации	Группа придерживается политики недопущения дискриминации.
Свобода ассоциация и коллективных переговоров	В группе нет профсоюзов или других организаций работников. Сотрудники представляют лучший актив группы, а руководство заботится об образовании, планы адаптации, и вознаграждении сотрудников.
Использование детского труда	Компания проводит строгую политику, запрещающую детский труд.
Принудительный труд	Компания проводит строгую политику, запрещающую принудительный труд.
Местные сообщества	Veluga Group поддерживает социальные проекты. Среди них Центр современного искусства «Заря» во Владивостоке, которая занимается популяризацией современного искусства и поддержкой молодых художников.

Публичная политика	Компания сотрудничает с Федеральной службой по регулированию алкогольного рынка и принимает участие в разработке и реализации совместных инициатив, способствующих улучшению культуры потребления алкоголя и установлению продуктивного сотрудничества между игроками рынка.
Здоровье и безопасность клиентов, маркетинг и маркировка	Согласно заявлению компании «мы не продвигаем потребление спиртных напитков; вместо этого, мы предлагаем качественные продукты взрослому населению, уже сделавшему выбор в пользу продуктов, произведенных компанией». Маркетинговая политика компании соответствует требованиям российского законодательства.

Источник: данные компании

Совет директоров компании включает семь членов, из них два независимых директора. Совет директоров ответственен за оперативное управление компанией и определяет стратегию компании.

Рис. 79. Группа БЕЛУГА – Совет директоров

Александр Мечетин <i>CEO,</i> <i>Член совета директоров</i>	Александр Мечетин является основателем и лидером Beluga Group более чем 20 лет. Александр Мечетин закончил Институт экономики и менеджмента Дальневосточного Государственного Технического Университета, имеет степень юриста, степень доктора экономических наук и получил диплом EMBA Оксфордского университета.
Николай Белокопытов <i>Председатель, CFO</i> <i>Член совета директоров</i>	Николай Белокопытов занимает исполнительные позиции в Beluga Group более 20 лет. Он является председателем совета директоров и CFO группы. Николай Белокопытов закончил Институт экономики и менеджмента Дальневосточного Государственного Технического Университета.
Михаил Каширин <i>Заместитель председателя правления по развитию,</i> <i>Член совета директоров</i>	Михаил Каширин работает в группе более 14 лет, включая 8 лет на руководящих позициях. Михаил Каширин закончил всероссийский государственный заочный институт финансов и экономики с дипломом по маркетингу.
Сергей Молчанов Операционный директор <i>Заместитель председателя</i> <i>Член совета директоров</i>	Сергей Молчанов занимает руководящие позиции в группе последние 19 лет. Он является операционным директором группы. Сергей Молчанов закончил Школу экономики Дальневосточного государственного университета и имеет диплом бакалавра Университета Мериленд (США).
Константин Прохоров <i>Генеральный директор WineLab-Запад</i> <i>Deputy Chairman</i>	Константин Прохоров присоединился к компании более 14 лет назад и занимает руководящие позиции с того времени. Константин Прохоров закончил Приморскую Государственную Академию сельского хозяйства со степенью по экономике и менеджменту.
Ростислав Ордовский-Танаевский Бланко <i>Independent director,</i> <i>Member of the Board</i>	Ростислав Ордовский-Танаевский Бланко является независимым директором группы. Он является основателем группы Rostik International в Венесуэле и the Focus company, дистрибутора Kodak group в СНГ в 1980х и Video Express и Bradley, которые были дистрибуторами Walt Disney в Венесуэле. Он основал сеть ресторанов Росинтер в 1990г. На текущий момент Ростислав Ордовский-Танаевский Бланко является Президентом RosKorp LLC. Он имеет степень по химическому машиностроению от Simon Bolivar University (Каракас).
Александр Иконников	Александр Иконников является независимым директором группы. Он закончил Государственный университет нефти и газа им. Губкина и имеет ученую степень по экономике. Александр

<i>Независимый директор, Член совета директоров</i>	Иконников имеет сертификат Института Независимых Директоров.
---	--

Источник: данные компании

Группа БЕЛУГА дивидендную политику, согласно которой компания может платить дивиденды дважды в год в размере 25% от консолидированной чистой прибыли по МСФО. Выплаты одобряет Совет директоров.

Риски

- Слабое восстановление продаж в каналах беспошлинной торговли и барах и отелях после коронавируса
- Слабые макро тренды в России и на экспортных рынках
- Ценовая конкуренция на внутреннем рынке
- Изменение регуляторной среды, включая изменения в налогообложении, могут повлиять на бизнес группы
- Расширение сети ритейла может повлиять на маржу из-за большого количества открытых каждый год
- Новые продукты конкурентов и более дешевые альтернативы могут повлиять на долю рынка компании на российском рынке спиртных напитков
- Изменения валютных курсов могут повлиять на рентабельность импортных операций.

Важная информация

Сертификация аналитиков

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>