

Абрау-Дюрсо: Трезвый подход к развитию бизнеса

Инвестиционное заключение

Мы начинаем покрытие Абрау-Дюрсо, одного из лидирующих производителей игристых вин в России. Мы видим значительный потенциал у компании на фоне растущего спроса на внутреннем рынке, сильных финансов и грамотному подходу менеджмента к увеличению доли на рынке. Мы рекомендуем покупать акции Абрау-Дюрсо с целевой ценой \$318 за акцию и 90% потенциалом роста.

- ✓ Абрау-Дюрсо – один из ведущих производителей игристого вина на российском рынке, соблюдающий французские традиции и использующий современные технологии производства игристых вин. Компания является третьим в стране производителем шампанского, занимая 6.4% российского рынка. Впечатляющий рост показателей компании, вероятно, продолжится благодаря изменению структуры потребления алкогольных напитков в РФ.
- ✓ В 2011г. компания выпустила около 16 млн. бутылок шампанского и планирует увеличить объемы производства почти в 2 раза к 2015г. Также планируется наращивать долю игристых вин, произведенных классическим методом с более высокой добавленной стоимостью. Мы закладываем в оценку более консервативный рост, полагая, что объемы производства будут расти с 10% темпом до 23.5 млн. бутылок в 2016г.
- ✓ С 2009г. по 2011г. выручка компании увеличилась почти в 2 раза благодаря росту объемов производства и положительной динамике цен. EBITDA выросла в 2011г. на 78%, а маржа по EBITDA увеличилась на 4пп до 33%. По словам менеджмента, компания достигла планируемого уровня рентабельности, и мы прогнозируем незначительное снижение показателя до 31% в 2016г. на фоне роста расходов на маркетинг и рекламу.
- ✓ Абрау-Дюрсо обладает развитой моделью дистрибуции. Продукция представлена во всех крупнейших федеральных сетях. Кроме того, компания собирается усилить дистрибуцию в регионах путем открытия филиалов в субъектах РФ.
- ✓ Компания не имеет собственных виноградников и закупает сырье в ЮАР (для акратофоновых вин) и с расположенных по соседству виноградников (для классических). В планы входит покупка земель под обустройство собственных виноградников.
- ✓ В свободном обращении находится около 0.7% акций компании, однако собственник (Группа SVL Бориса Титова, назначенного на прошлой неделе российским бизнес-омбудсменом) намерен продать до конца года до 10% акций. В дальнейшем компания планирует полноценное IPO.
- ✓ Целевая цена по акциям Абрау-Дюрсо составила \$318 с 90% потенциалом роста. Мы также провели стресс-тест, который предполагает стагнацию объемов производства до 2016г. и более скромный рост цен, но даже в этом случае целевая цена (\$227) превышает текущую рыночную на 35%.

ABRD RX Покупать \$318 ▲90%

| | |
|-----------------------|------|
| Капитализация, \$ млн | 123 |
| EV, \$ млн | 171 |
| Акции в своб. общ., % | 0.7% |

Обыкновенные акции

| | |
|-------------------------|---------|
| - тикер (ММВБ) | ABRD RX |
| - количество, млн. | 0.735 |
| - текущая цена, \$ | 168 |
| - справедливая цена, \$ | 318 |
| - потенциал, % | 90% |
| - предыдущая оценка, \$ | Н/П |

Другие биржи

| | |
|------|-----|
| LSE | н/л |
| NYSE | н/л |

рыночная цена на 21.06.12

| МСФО, \$ млн | 10 | 11 | 12о | 13о |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка | 64.5 | 99.6 | 127.4 | 153.3 |
| ЕБИТДА | 18.3 | 32.5 | 41.7 | 50.0 |
| - рент-сть, % | 28.3% | 32.6% | 32.8% | 32.6% |
| Опер. приб. | 16.5 | 29.7 | 38.8 | 47.1 |
| Чистая приб. | 8 | 18 | 22 | 28 |
| - рент-сть, % | 11.8% | 18.0% | 17.2% | 18.0% |
| Приб. на акц., \$ | 10 | 24 | 30 | 38 |

| | 10 | 11 | 12о | 13о |
|--------------|------|-----|-----|-----|
| EV/Выручка | 2.7 | 1.7 | 1.3 | 1.1 |
| EV/ЕБИТДА | 9.4 | 5.3 | 4.1 | 3.4 |
| Цена/Прибыль | 16.3 | 6.9 | 5.6 | 4.5 |

Обзор рынка

Российский рынок вина находится на ранней стадии развития...

Алкогольный рынок РФ в целом достаточно хорошо развит. По данным Росстата, в товарной структуре оборота розничной торговли на алкогольные напитки приходится больше, чем на верхнюю одежду. Помимо прочего, оборот розничной торговли алкоголем в последние годы рос самыми высокими темпами среди всех видов продуктов питания (8-9% в год) и составил в 2010г. более 1.2 трлн. руб.

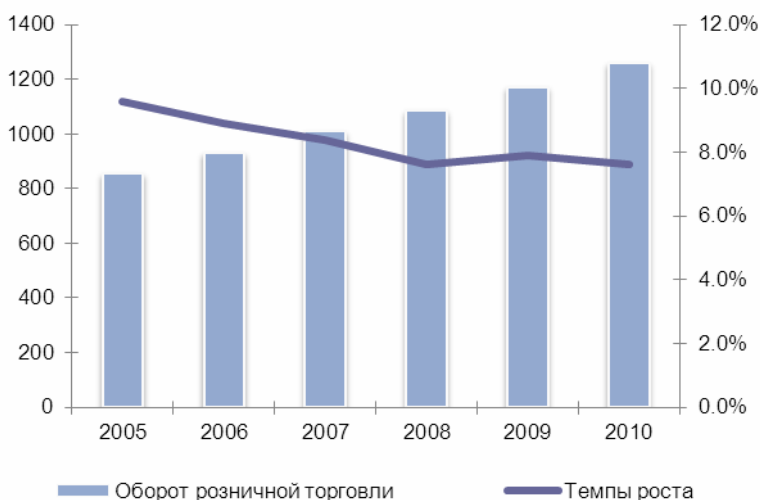
Российский рынок вин и игристых вин находится в намного менее зрелой стадии, чем развитые зарубежные. По данным World Health Organization в России всего лишь 1% алкоголя потребляется в виде вина, в то время как 63% - в виде крепких спиртных напитков. Во Франции, например, с вином потребляется 62% алкоголя и лишь 20% с крепкими спиртными напитками.

Объемы продаж в России, (млн. декалитров)



Источник: Росстат

Торговый оборот алкогольной продукции, (млн. руб.)



Источник: Росстат

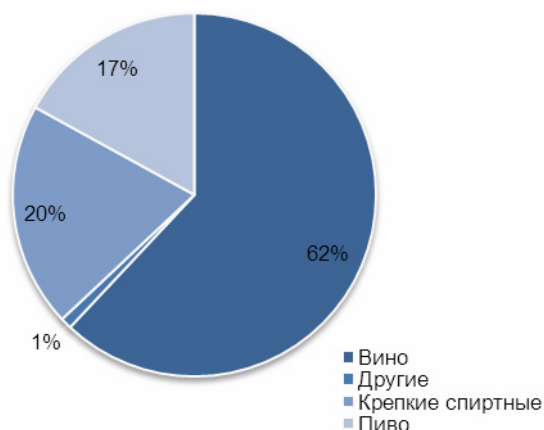
*... но ситуация
 постепенно
 улучшается*

Текущая динамика продаж шампанских и игристых вин говорит о том, что структура российского рынка алкоголя движется в сторону европейской. По данным Росстата, объемы продаж шампанских и игристых вин в России выросли на 50% с 2000 по 2010г., в то время как продажи водки и ликероводочной продукции упали на 26%. Доля шампанских и игристых вин в общем объеме потребления алкогольных напитков также выросла за это время более чем на 1пп до 2.1%

Учитывая положительную динамику потребления вин и падение спроса на крепкие спиртные напитки в РФ, мы полагаем, что доля вин в общей структуре потребления алкоголя будет постепенно расти. Мы видим значительный потенциал роста объемов продаж шампанского на территории РФ, по мере роста доходов населения и уровня жизни регионов страны.

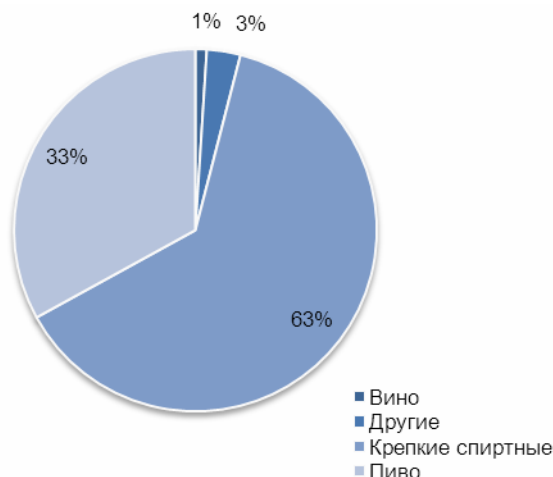
Текущее потребление шампанского в России носит сезонный характер. Пик продаж приходится на 4 квартал, когда люди готовятся к новогодним праздникам. В Европе же пик продаж приходится на лето, что обусловлено жаркой погодой. Мы предполагаем, что вместе с изменением структуры рынка алкоголя в стране, зависимость потребления шампанского от сезонного фактора будет снижаться, что также может стать дополнительным драйвером роста продаж игристых вин.

Структура потребления алкоголя во Франции, %



Источник: World health organization

Структура потребления алкоголя в России, %



Источник: World health organization

Обзор компании

Имение Абрау-Дюрсо было заложено в 1870г. по указу императора Александра II. В советское время завод "Абрау-Дюрсо" был ведущим предприятием по выпуску советского шампанского. В настоящее время Абрау-Дюрсо – один из ведущих производителей игристого вина на российском рынке, соблюдающий французские традиции и использующий современные технологии.

*Компания
 производит
 игристые вина
 классическим и
 акратофорным
 методами*

Продуктовая линейка компании насчитывает 16 разных наименований, которые производятся двумя методами: классическим – процесс 2-ой ферментации (брожения) происходит в бутылках, которые выстаиваются в горных тоннелях Абрау-Дюрсо, и акратофорным – ускоренный метод производства игристых вин, при котором брожение виноматериалов происходит в акратофорах (резервуарах) от 2-х до 3-х недель.

Текущие производственные мощности компании составляют более 17 млн. бутылок в год акратофорного и около 3 млн. бутылок классического игристого вина. В 2011г. компания произвела и продала около 16 млн. бутылок шампанского, из них около 800 тыс. бутылок шампанского произведенного классическим методом.

Акционеры и возможное IPO

*У компании один
 владелец*

В 2006г. 58% акций предприятия приобрела группа компаний SVL во главе с Борисом Титовым. В 2011г. группа выкупила 42% акций компании у ГУПа Краснодарского края, таким образом, консолидировав 100% акций. Стоит отметить, что на прошлой неделе указом Президента РФ Титов был назначен бизнес-омбудсменом.

Абрау-Дюрсо пошла по нетрадиционному пути выхода на рынок акционерного капитала. В конце марта 2012г. акции Абрау-Дюрсо были включены в перечень внесписочных ценных бумаг ММВБ. За первые несколько дней акционер продал около 0.5% своих акций. С тех пор акции относительно активно торгуются, и их цена выросла на 5-6% вопреки падающему рынку.

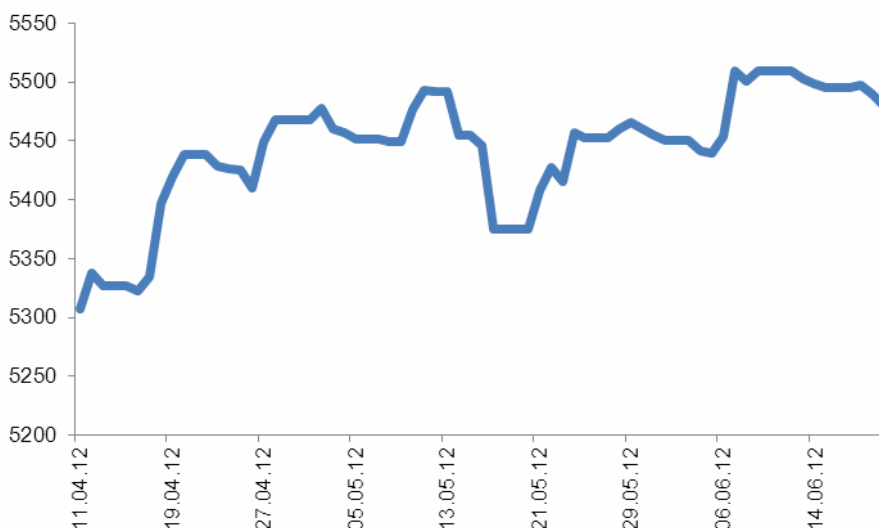
*До конца 2012г.
 планируется
 продать до 10%
 акций*

Менеджмент поведал нам, что собственник намеренно сдерживал предложение акций для того, чтобы избежать избытка бумаг на рынке. Таким образом, к настоящему моменту в свободном обращении находится не более 1% акций компании, однако к концу года планируется продать до 10%.

По словам менеджмента, привлечение средств от размещения являлось далеко не первостепенной задачей. Основной целью было предоставить возможность участникам рынка оценить бизнес компании и «расторговать» бумагу, учитывая долгосрочные планы вывести ее на IPO.

Компания собирается сделать дробление акций на 100 этим летом. Это должно улучшить ликвидность акций и может оказать дополнительную поддержку котировкам.

Динамика котировок акций, руб.



Источник: ММВБ

Позиция на рынке

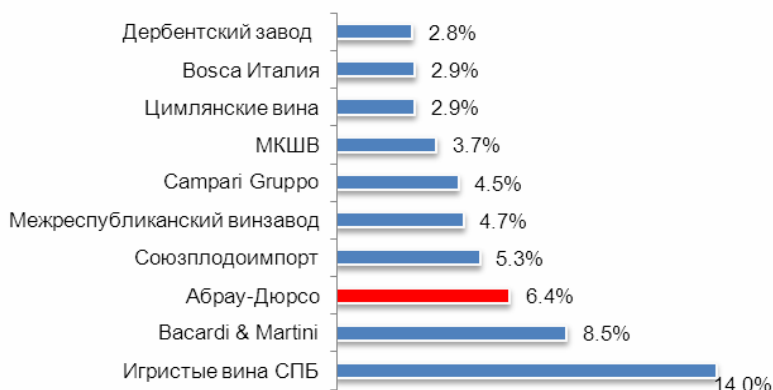
Компания занимает прочные позиции на рынке По нашему мнению, компания грамотно подходит к позиционированию своей продукции и не ошиблась при выборе ценового сегмента рынка. В среднем ценовом сегменте 250-400 руб. за бутылку у Абрау-Дюрсо нет конкурентов со значительными объемами продаж т.к. крупнейшие отечественные производители работают в сегменте 120-200 руб. за бутылку.

Классика Абрау-Дюрсо продается в субпремиальном и премиальном ценовых сегментах (600-900 руб.), где конкурирует лишь с зарубежными производителями сортов Asti. При этом конкуренты предлагают за те же деньги менее качественное вино, приготовленное акратофорным методом.

Абрау-Дюрсо является одним из самых узнаваемых брендов на российском алкогольном рынке. Недавно компания была выбрана в качестве поставщика более 5 тыс. бутылок игристых вин в Кремль, и на церемонии инаугурации Президента РФ столы были сервированы винами производства Абрау-Дюрсо.

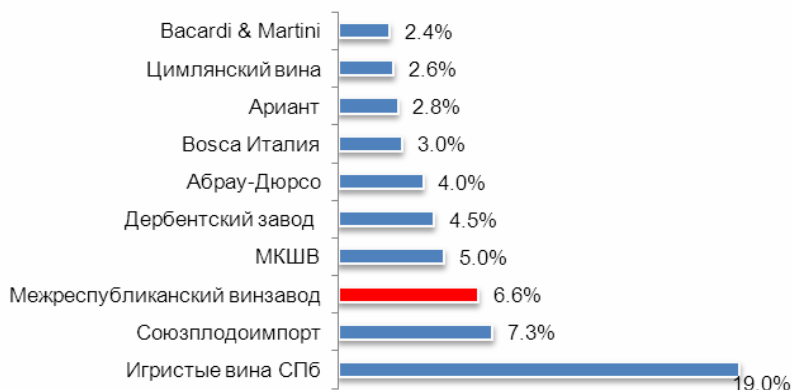
В результате, компания занимает прочные позиции на рынке игристых вин в РФ. По данным AC Nielsen доля рынка Абрау-Дюрсо в 15 крупнейших городах РФ составляет 6.4% в стоимостном выражении и 4% в натуральном.

Рейтинг производителей игристых вин по доле рынка в 2011г. в стоимостном выражении в 15 крупнейших городах РФ, %



Источник: AC Nielsen

Рейтинг производителей игристых вин по доле рынка 2011 в натуральном выражении в 15 крупнейших городах РФ, %.



Источник: AC Nielsen

Дистрибуция

Модель дистрибуции хорошо развит

Абрау-Дюрсо обладает хорошо развитой моделью дистрибуции. Продукция представлена во всех крупнейших розничных сетях, и компания продает через них около 26% своего товара. 68% реализуется через региональных дистрибуторов и 6% - напрямую с завода.

Абрау-Дюрсо осуществляет сбыт своей продукции через двух дочерних дистрибуторов. Кубанская винодельческая артель занимается продажей преимущественно в Краснодарском крае и регионах Южного Федерального округа, также работает с Магнитом, штаб квартира которого находится в Краснодаре. ООО Торговый дом Абрау работает в Москве с крупными федеральными сетями и региональными дистрибуторами.

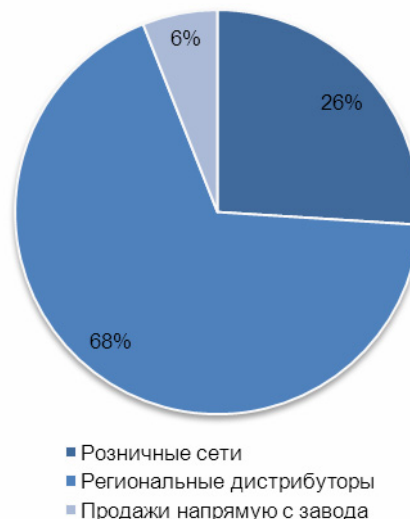
Рост объемов продаж давался компании с трудом. В результате Абрау-Дюрсо начала активно инвестировать в маркетинговые и рекламные мероприятия, в частности используя различные инструменты трейд-маркетинга. Менеджмент отмечает, что стратегия дистрибуции Абрау-Дюрсо в настоящий момент направлена, в первую очередь, на разгрузку не своих складов, а складов дистрибуторов.

Существует значительный потенциал роста продаж в регионах

Тем не менее, продукция Абрау-Дюрсо пока недостаточно широко представлена в регионах страны, особенно отдаленных. Региональные дистрибуторы не особо мотивированы для отслеживания проведения маркетинговых мероприятий и наличия продукции на полках. Для решения этой проблемы Абрау-Дюрсо сейчас работает над созданием собственной сети региональных филиалов, которая в долгосрочной перспективе позволит более плотно работать с сетями и отдельными точками продаж в регионах.

Мы полагаем, что Абрау-Дюрсо обладает значительным нереализованным потенциалом региональной дистрибуции, что дает компании пространство для дальнейшего увеличения продаж. Также, определенной точкой роста является рост крупнейших розничных сетей, с которыми компания уже имеет хороший опыт взаимодействия.

Дистрибуция, %



Источник: данные компании

Финансы

До сих пор компания демонстрировала уверенный рост финансовых показателей

Абрау-Дюрсо находится в стабильном финансовом положении и показывает хороший рост ключевых финансовых показателей. Компания начала публикацию годовой отчетности по МСФО, однако собирается представить аудированную отчетность за 2011г. только в июле. Пока компания предоставила некоторые данные управленческой отчетности за 2011г.

В период с 2009 по 2011гг. компания увеличила выручку более чем в два раза в основном благодаря росту объемов производства и положительной динамике цен. В 2011г. выручка выросла на 55% до \$99.6 млн. Компания также продемонстрировала впечатляющую динамику роста EBITDA. В 2010г. этот показатель вырос более чем на 90%, а в 2011г. – еще на 78%. Находясь в фазе бурного роста, компания добилась отличной рентабельности. Таким образом, маржа по EBITDA росла на 5 и 4пп в 2010 и 2011гг. и достигла рекордных 32.6%.

Долг компании на конец 2011г. составил \$49 млн., из которых более 50% относится к контролирующему акционеру, группы SVL. Соотношение долга и EBITDA на конец 2011г. составило 1.5х, что является вполне приемлемой долговой нагрузкой.

Компания со временем планирует ежеквартально раскрывать производственные результаты, что может положительно отразиться на отношении инвесторов.

Прогнозы

Абрау-Дюрсо планирует постепенно наращивать совокупные мощности с текущих 20 млн. бутылок в год до 34 млн. к 2015г., при этом на расширение производства компания собирается направить около \$12 млн. Линия розлива способна производить 6 тыс. бутылок в час.

Наша модель предполагает более скромные объемы производства, чем заявленный план компании

По базовому сценарию компания планирует производить и продавать к 2014г. 29.3 млн. бутылок в год, из них 2.2 млн. бутылок классического вина. Таким образом, компания намерена постепенно наращивать долю классических вин в общем объеме продаж с текущих 5% до 7.5% в 2014г. Учитывая растущие потребление игристых вин и доходы населения, мы считаем план вполне выполнимым. Однако в нашей оценке мы использовали более пессимистичный сценарий, предполагая, что продажи будут расти до 2016г. в среднем по 10% в год и в 2016г. достигнут 23.5 млн. бутылок, включая 22.2 млн. акратофорного и 1.3 млн. бутылок классического вина.

Прогноз объемов производства, тыс. бутылок



Источники: данные компании, оценки РМГ

В долгосрочной перспективе компания планирует начать производство тихих вин и в настоящий момент ищет подходящие производственные активы для поглощения. Таким образом, Абрау-Дюрсо сможет наращивать объемы производства и продаж, а также значительно снизить сезонность своего бизнеса (более 40% выручки приходится на 4 квартал, ввиду высокой для российского рынка сезонности спроса на данный продукт).

Компания не располагает собственными виноградниками

За неимением собственных виноградников, производство акратофорного вина обеспечивается виноматериалом из ЮАР, откуда тихие вина морем транспортируются в порт Новороссийска. Для производства классических игристых вин компания в основном закупает сырье с соседних виноградников ГУП Краснодарского края. При этом, по словам менеджмента, являясь единственным крупным потребителем в регионе, Абрау-Дюрсо способно оказывать на поставщиков сырья значительное ценовое давление. В результате, компания закупает качественное сырье по низким ценам.

Тем не менее, в ближайшее время компания намерена приобрести около 500 га земель под виноградники и через 5 лет полностью обеспечивать классические сорта собственным сырьем.

Планируется развивать туристическую структуру

Компания активно развивает туризм на территории Абрау-Дюрсо. В 2011г. имение посетили 129 тыс. туристов. На территории работает отель, 3 ресторана и 4 торговые точки. В 2010г. доходы от туристического направления составляли около 4% от общей выручки. Помимо дополнительной выручки, привлекая туристов, Абрау-Дюрсо получает в их лице большое количество лояльных покупателей. Таким образом, туризм работает на производителя как очень эффективная реклама.

На территории Абрау-Дюрсо планируется построить 2-ой отель, а также привлечь инвесторов для постройки коттеджного поселка, население которого будет завязано на инфраструктуру производителя. Таким образом, мы предполагаем, что выручка от данного направления будет расти вместе с выручкой от продажи вина.

Компания достигла планируемого уровня эффективности

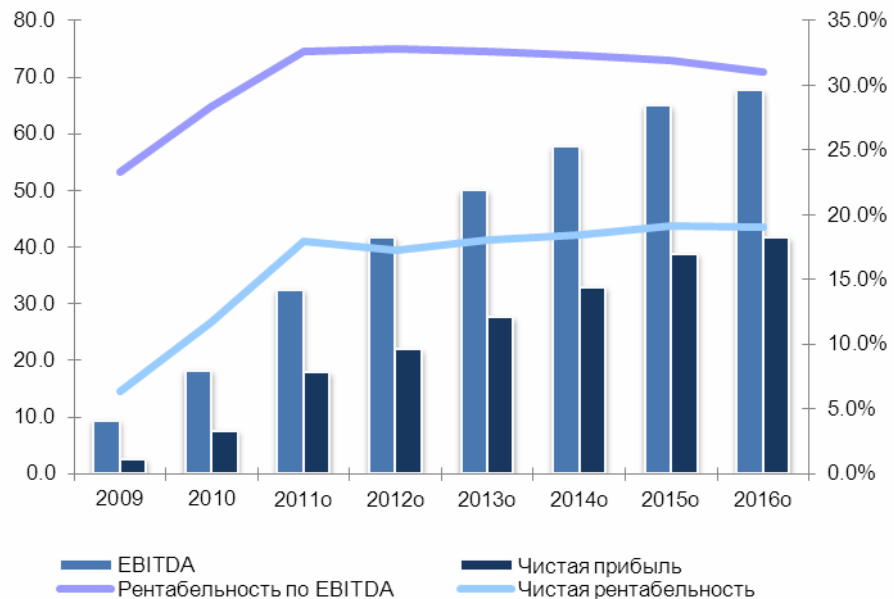
По нашим расчетам, с учетом консервативного прогноза роста объемов продаж и увеличения цен на уровне инфляции, выручка компании покажет в 2012-2016гг. 17% темп роста.

По словам менеджмента, компания вышла на планируемый уровень эффективности и не ожидает существенного увеличения рентабельности в будущем. Наш прогноз предполагает незначительное снижение маржи по EBITDA до 31% в 2016г. из-за роста затрат на маркетинг и рекламу.

В 2012г. компания планирует инвестировать около \$5 млн. в расширение производственных мощностей и собирается выделить более \$2 млн. на покупку земель под виноградники. В дальнейшем капитальные затраты будут значительно ниже на уровне \$2.4 млн. в год. По нашим подсчетам, благодаря высокому уровню рентабельности, компания сможет полностью финансировать капитальные затраты за счет собственных денежных потоков.

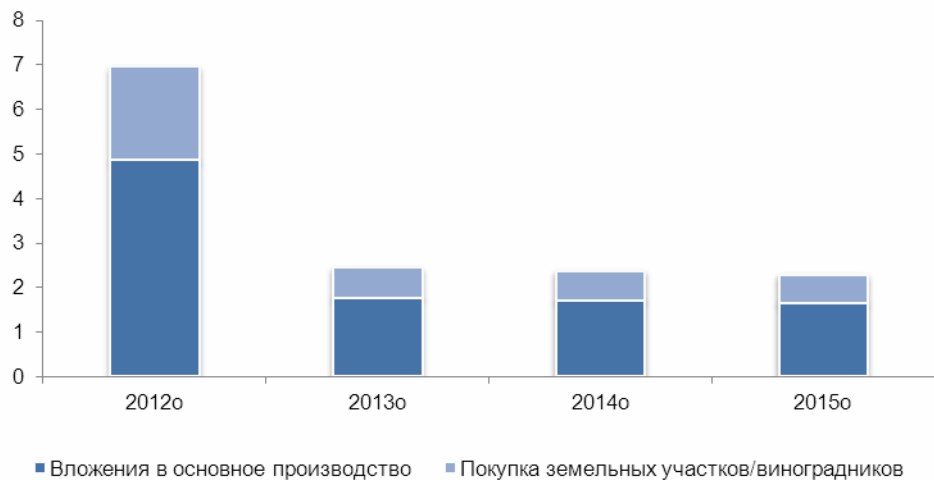
Мы ожидаем, что компания будет постепенно снижать долговую нагрузку и соотношение чистого долга к EBITDA к концу 2012г. составит около 1.4х.

Прогноз финансовых показателей, \$млн.



Источник: данные компании, оценка РМГ

Капитальные вложения, \$млн.



Источник: данные компании, оценка РМГ

Риски

Рост акцизов коснется преимущественно производителей крепких спиртных напитков

Российское правительство объявило о проведении долгосрочной политики по снижению потребления алкоголя в стране. В результате, в стране уже действует запрет на продажу алкоголя в ночное время, что отражается на розничных продажах. Кроме того, государство продолжает поднимать акцизы на алкогольную продукцию. Подобные меры, в первую очередь, направлены против крепких спиртных напитков и пива. Таким образом, влияние на рынок шампанского будет намного менее значительным, однако это может сдерживать темпы роста рынка.

Мы отмечаем, что рост акцизов не вызывает опасений в отношении Абрау-Дюрсо, так как компания уже знает акцизные ставки для игристых вин, которые вырастут к 2014г. на 13.5% до 25 руб. за литр.

Значительным риском для Абрау-Дюрсо является недостаток в дистрибуционных мощностях. Тем не менее, имея высокий нереализованный потенциал дистрибуции, мы считаем, что компания сможет минимизировать эти риски.

Оценка

**Базовый сценарий
предполагает 90%
потенциал роста**

В нашей модели мы использовали высокий для сектора показатель бета, так как считаем, что не самый низкий ценовой сегмент продукции Абрау-Дюрсо предполагает более высокую цикличность спроса. Кроме того, мы учли 3% риск за небольшое количество акций в свободном обращении и относительно низкую прозрачность компании. В итоге WACC составил 15.1%, включая 17% стоимость собственного капитала и 10.6% стоимость заемных средств.

Наша оценка по мультипликаторам предполагает значительный дисконт в 40% к мультипликаторам зарубежных аналогов, так как Абрау-Дюрсо пока не располагает значительным земельным фондом и не имеет доступа к зарубежным рынкам сбыта.

Наша целевая цена на конец 2012г. составила \$318 за акцию и предполагает почти двукратный потенциал роста к текущим котировкам.

**Стрессовый
сценарий по-
прежнему дает
потенциал**

Мы также провели стресс-тест, предполагающий, что объемы продаж игристых вин будут оставаться неизменными до 2016г. (15-16 млн. бутылок в год), а цены будут расти более умеренными темпами (4.5% в год). Целевая цена по ДДП в этом случае снижается с \$304 до \$227 за акцию, что все еще дает потенциал роста в 35%. Однако мы подчеркиваем, что подобный сценарий маловероятен ввиду растущего российского рынка игристых вин и возможностей продаж в регионах страны.

Финансовые показатели

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012o | 2013o | 2014o | 2015o | 2016o |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Резюме | | | | | | | | |
| EPS, \$ | 3.5 | 10.3 | 24.4 | 29.8 | 37.6 | 44.8 | 52.8 | 56.6 |
| EV/Выручка | 4.2 | 2.7 | 1.7 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 18.2 | 9.4 | 5.3 | 4.1 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.5 |
| P/E | 47.9 | 16.3 | 6.9 | 5.6 | 4.5 | 3.7 | 3.2 | 3.0 |
| P/BV | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн. | | | | | | | | |
| Выручка | 40.4 | 64.5 | 99.6 | 127.4 | 153.3 | 178.8 | 203.2 | 218.0 |
| Валовая прибыль | 20.1 | 34.8 | 57.4 | 76.7 | 92.6 | 107.9 | 122.3 | 130.4 |
| EBIT | 9.4 | 18.3 | 32.5 | 41.7 | 50.0 | 57.8 | 65.0 | 67.7 |
| EBITDA | 8.2 | 16.5 | 29.7 | 38.8 | 47.1 | 54.7 | 61.9 | 64.6 |
| Чистая прибыль | 2.6 | 7.6 | 17.9 | 21.9 | 27.6 | 33.0 | 38.8 | 41.6 |
| Рентабельность, % | | | | | | | | |
| EBITDA маржа, % | 23.3% | 28.3% | 32.6% | 32.8% | 32.6% | 32.3% | 32.0% | 31.1% |
| Чистая маржа, % | 6.4% | 11.8% | 18.0% | 17.2% | 18.0% | 18.4% | 19.1% | 19.1% |

Источник: данные компании, оценки РМГ

Прогноз денежных потоков, \$млн.

| | 2012o | 2013o | 2014o | 2015o | 2016o |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT | 38.8 | 47.1 | 54.7 | 61.9 | 64.6 |
| - Налог на прибыль | 9.7 | 12.3 | 14.6 | 17.2 | 18.5 |
| NOPLAT | 29.1 | 34.8 | 40.1 | 44.7 | 46.1 |
| + Износ и амортизация | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.1 | 3.1 |
| - Капвложения | 7.0 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| - Изм. оборотного капитала | 26.5 | 21.1 | 21.0 | 20.4 | 12.4 |
| Свободный денежный поток | -1.48 | 14.23 | 19.79 | 25.04 | 34.58 |
| Фактор дисконтирования | 1.00 | 0.87 | 0.75 | 0.66 | 0.57 |
| Диск. денежный поток | -1.48 | 12.36 | 14.93 | 16.41 | 19.68 |

Источник: оценки РМГ

Расчет WACC

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, % | 7.0% |
| Бета с учетом долга | 1.37 |
| Премия за риск | 5.0% |
| Специфический риск | 3.0% |
| Ст-ть акционерного капитала, % | 16.8% |
| Ст-ть долга (после налогов), % | 10.6% |
| Вес долга в капитале | 0.3 |
| WACC, % | 15.1% |

Источник: оценки РМГ

Расчет справедливой цены по DCF

| | |
|---|------------|
| Темп роста в терминальном периоде, % | 1.5% |
| Рентабельность по EBIT в термин. периоде, % | 29.6% |
| EBIT в 2017г., \$ млн | 69.8 |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн | 52 |
| Σ дисконтир. ден. потоков за 2012-2016гг., \$ млн | 81 |
| Дисконтированная термин. стоимость, \$ млн | 190 |
| Справедливая EV, \$ млн | 271 |
| Чистый долг, \$ млн | 48 |
| Справедливая капитализация, \$ млн | 224 |
| Количество акций, млн | 0.735 |
| Справедливая стоимость акции, \$ | 304 |

Источник: оценки РМГ

Сравнительный анализ, 2011о

| | Страна | Кап-я, \$ млн. | EV | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E | P / BV | EBITDA маржа, % | Чистая маржа, % |
|---------------------------------|---------------|----------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-----------------|
| Развивающиеся рынки | | | | | | | | | |
| United Spirits | Индия | 1 918 | 3 233 | 1.9 | 13.3 | 28.8 | 2.0 | 14% | 4% |
| CEDC | Польша | 20 942 | 1 541 | 1.7 | 10.8 | 19.1 | 1.2 | 16% | 2% |
| Vina Concha Y Toro SA | Чили | 7 451 | 1 989 | 2.1 | 12.6 | 17.6 | 2.1 | 17% | 10% |
| Медиана | | | | 1.9 | 12.6 | 19.1 | 2.0 | 16% | 4% |
| Развитые рынки | | | | | | | | | |
| Diageo PLC | Великобр. | 63 929 | 74 551 | 4.3 | 13.1 | 17.2 | 6.6 | 33% | 21% |
| Pernord-Ricard SA | Франция | 27 395 | 40 479 | 3.8 | 13.5 | 17.0 | 2.0 | 28% | 15% |
| Constellation brands INC | США | 4 244 | 7 471 | 2.8 | 8.6 | 10.0 | 1.7 | 33% | 16% |
| Remy Cointreau | Франция | 5 294 | 5 760 | 4.3 | 20.3 | 30.8 | 3.5 | 21% | 13% |
| Davide campari | Италия | 3 956 | 4 780 | 2.7 | 10.5 | 16.5 | 2.2 | 26% | 13% |
| Медиана | | | | 3.8 | 13.1 | 17.0 | 2.2 | 28% | 15% |
| Медиана | | | | 2.8 | 12.8 | 18.1 | 2.1 | 22% | 9% |
| Абрау-Дюрсо | Россия | 123 | 171 | 1.3 | 4.1 | 5.6 | 0.9 | 33% | 18% |
| Премия (дисконт): | | | | | | | | | |
| к компаниям развитых стран | | | | -64% | -69% | -67% | -61% | | |
| к компаниям развивающихся стран | | | | -30% | -67% | -71% | -57% | | |

Источник: Блумберг, оценки РМГ

Сравнительная оценка, 2012о

| | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E | P / BV |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------|--------|
| Отраслевые мультипликаторы | 2.8 | 12.8 | 18.1 | 2.1 |
| Дополнительный дисконт/премия, % | 40% | 40% | 40% | 40% |
| Целевые мультипликаторы | 1.7 | 7.7 | 10.8 | 1.3 |
| Целевая капитализация, \$ млн. | 218 | 321 | 238 | 180 |
| Вес, % | 10% | 40% | 40% | 10% |
| Справедливая капитализация, \$ млн. | | 264 | | |
| Кол-во акций, шт. | | 735 000 | | |
| Справедливая цена за акцию, \$ | | 359 | | |

Источник: оценки РМГ

Взвешенная оценка

| | DCF | Аналоги |
|----------------------------------|------------|------------|
| Справедливая цена за акцию, \$ | 304 | 359 |
| Вес в итоговой оценке, % | 75% | 25% |
| Итоговая целевая цена, \$ | 318 | |

Источник: оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2012