

Абрау Дюрсо

Успешный старт

Цель: 3,06 долл. (+42,73%), ПОКУПАТЬ

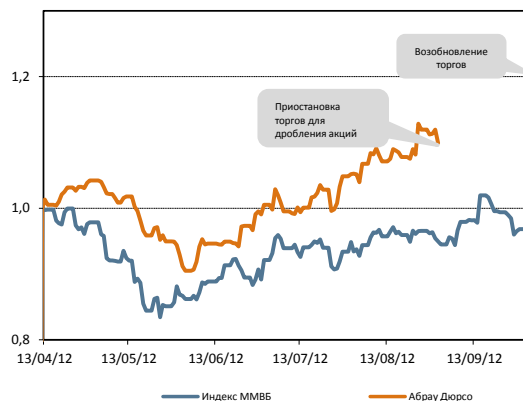
Аналитик: Анна Дианова
Эл. почта: ADianova@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- Абрау-Дюрсо – один из ведущих производителей игристого вина на российском рынке.
- Основной владелец – Б. Титов, который в июне был назначен федеральным омбудсменом по защите прав предпринимателей. После этого ему пришлось покинуть пост генерального директора Абрау-Дюрсо, который занял его сын – Павел Титов.
- Мы начинаем покрытие Абрау-Дюрсо и устанавливаем оценку на основе метода DCF на уровне 3,06 долл. за акцию (с учетом эффекта дробления), что указывает на потенциал роста в размере 51%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ».
- Инвестиционная привлекательность Абрау-Дюрсо обусловлена:
 - Узнаваемостью бренда Абрау-Дюрсо;
 - Высокими темпами роста при наличии уникального позиционирования;
 - Активизацией маркетинговой деятельности по дальнейшему продвижению бренда;
 - Устойчивым финансовым положением;
 - Низким уровнем долга.
- Среди возможных рисков следует отметить:
 - Продолжение превышения темпов роста производственных мощностей над дистрибуционными;
 - Ограниченный рост потребления игристого вина на фоне роста ВВП на душу населения;
 - Ужесточение законодательства в области алкогольного регулирования;
 - Отсутствие собственной сырьевой базы.
- На наш взгляд, Абрау-Дюрсо можно рассматривать как «историю роста», однако при этом следует учитывать некоторые риски, присущие бизнесу компании.

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса ММВБ



Информация о компании

Код ММВБ	ABRD
Цена обыкн. акции, долл.*	2,14
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.*	0,02 / 0,02
Справедливая цена акции на конец года, долл.*	3,06
Потенциал роста (об.), %	42,7
Всего обыкновенных акций, шт.*	73 500 000
Рыночная капитализация, млн долл.	158
EV, млн долл.	210

* С учетом дробления каждой акции номиналом 100 руб. на 100 акций номиналом 1 руб.

Финансовые показатели и коэффициенты (МСФО)

	2011	2012 (п)	2013 (п)
Выручка, млн долл.	100	112	134
ЕБИТДА, млн долл.	28	33	37
Чистая прибыль, млн долл.	15	18	18
Норма ЕБИТДА, %	27,7	29,5	27,4
Норма чистой прибыли, %	14,9	16,4	13,2
EV / S	2,00	1,80	1,50
EV / ЕБИТДА	7,24	6,11	5,48
P / E	9,92	8,12	8,42
ROIC, %	12,8	13,9	14,5
ROE, %	16,0	16,3	13,6



АБРАУ-ДЮРСО – описание компании

Краткие сведения

Абрау-Дюрсо – один из ведущих производителей игристого вина на российском рынке.

Абрау-Дюрсо производит игристое вино двумя методами: классический и акратофорный.

- Классический метод предполагает длительный процесс (18-36 месяцев), который состоит из четырех этапов: тираж, ремюаж (избавление игристого вина от осадка при шампанизации в бутылках), дегоржаж (операция, применяемая для выброса дрожжевого осадка) и дозаж.
- При акратофорном (ускоренном) методе брожение виноматериалов происходит не в бутылке, а в специальных герметично закрытых металлических резервуарах в течение 14-21 суток. После окончания процесса брожения вино отстаивается и фильтруется, затем разливается по бутылкам.

Производственные мощности компании в настоящее время составляют около 20 млн бутылок в год (17 млн бутылок акратофорного и 3 млн бутылок классического игристого вина). Компания планирует постепенно менять структуру продаж в сторону увеличения доли классического вина.

История создания

Русский Шампанский Дом Абрау-Дюрсо был основан по указу Императора Александра II в 1870 г. Согласно оценкам независимых экспертов рынка, Абрау-Дюрсо – один из наиболее узнаваемых брендов на алкогольном рынке России.

Шампанский Дом Абрау-Дюрсо сочетает соблюдение французских традиций и использование современных технологий производства игристого вина. Высокое качество вин Абрау-Дюрсо подтверждено многочисленными (более 250) российскими и зарубежными наградами.

Капитал и акционеры

В 2006 г. контрольный пакет акций предприятия (58%) приобрела группа компаний (ГК) SVL во главе с Б. Титовым. В 2011 г. ГК SVL стала владельцем 100% акций «Абрау-Дюрсо».

В конце марта 2012 г. акции Абрау-Дюрсо были включены в перечень внесписочных ценных бумаг ММВБ. За первые несколько дней акционер продал около 0,5% своих акций, к концу года планируется продать до 10%. Планы выхода на полноценное IPO пока являются долгосрочными (через 2-3 года).

При размещении капитал компании состоял из 735 000 акций. В ходе состоявшегося в конце июня собрания акционеров Абрау-Дюрсо было принято решение по вопросу дробления акций с коэффициентом 1:100. Со 2 октября одна акция номинальной стоимостью 100 руб. была конвертирована в 100 акций номиналом один рубль каждая. Это должно увеличить ликвидность акций компании.

В июне Б.Титов был назначен федеральным омбудсменом по защите прав предпринимателей, после чего ему пришлось покинуть пост генерального директора Абрау-Дюрсо, который занял его сын – Павел Титов. Б.Титов планирует оставаться бенефициаром компании.

➤ Абрау-Дюрсо – узнаваемый бренд на российском алкогольном рынке.



➤ Дробление поможет повысить ликвидность акций компании.



Структура активов

Помимо завода руководство занимается развитием туризма на территории Абрау-Дюрсо. В отреставрированной исторической части завода работает музей Абрау-Дюрсо, открыто 3 ресторана и 4 розничные торговые точки, работает гостиница категории 4 звезды на 40 номеров, в планах – строительство еще одной гостиницы, летнего театра, запуск торговой улицы.

У компании нет собственных виноградников. Примерно 27% сырья предприятие закупает у соседних виноградников ГУП Краснодарского края (используется при производстве классического игристого вина). Как единственный крупный потребитель «дорогого» винограда в регионе компания имеет возможность закупать сырье по выгодным для себя ценам. Акратофорное вино производится из виноматериалов, закупаемых в ЮАР и Чили.

Положение на рынке и перспективы развития

Доля Абрау-Дюрсо на российском рынке в 2011 г. составляла около 6% (5,74% от объема российского производства шампанских и игристых вин по данным Росстата).

Акцент на сегмент «субпремиум»


Стратегия развития Абрау-Дюрсо предполагает постепенное смещение акцента в сторону субпремиального ценового сегмента (классическое вино стоимостью 600-900 руб. за бутылку). Преимущество такого позиционирования продукции состоит в том, что крупнейшие производители в России работают в ценовом сегменте 120-200 руб. за бутылку, тогда как в ценовом сегменте 300-1500 руб. за бутылку конкуренции почти нет. Основными конкурентами Абрау-Дюрсо в сознании потребителя являются Asti Martini, а также итальянские вина Prosecco – Абрау-Дюрсо за те же деньги предлагает выдержанное (классическое, а не акратофорное) вино.


Тем не менее, мы отмечаем риск ограниченности спроса на шампанское сегмента «субпремиум» в России, так как оно ориентировано преимущественно на «средний класс».

Мы моделируем менее агрессивные темпы роста продаж Абрау-Дюрсо

Компанией были заявлены агрессивные темпы роста: первоначально планировалось довести мощности по производству шампанского с текущих 20 млн бутылок в год до 34 млн бутылок в год к 2015 г. Данный сценарий предполагает темпы роста объема продаж в размере 27%, 25%, 18% и 8% в 2012-2015 гг. соответственно.

При этом средний годовой темп роста потребления шампанских и игристых вин в России за последние 10 лет, по данным Росстата, составил около 5%. На наш взгляд, изменение структуры потребления спиртных напитков по мере роста доходов населения и уровня жизни в регионах РФ будет происходить, прежде всего, в сторону замещения крепких спиртных напитков пивом, а потом уже вином, как это происходило в странах северной Европы (Финляндии, Швеции, Норвегии, Исландии).

 Уникальное позиционирование создает конкурентное преимущество компании.

 Потребительские предпочтения могут ограничивать рост потребления игристого вина.



Темп роста объема производства российскими производителями шампанского за последние 10 лет был опережающим по сравнению с темпом роста рынка в целом – 14% в год. Среди ограничивающих факторов можно назвать следующие:

- Рынок сильно фрагментирован.

Только в России в отрасли производства шампанских и игристых вин в 2011 г. успешно отчитались 49 предприятий. Лидерами производства в 2011 г. стали ЗАО «Игристые вина» с долей 18,77% (4,059 млн дал), ОАО «ДЗИВ» с долей 11,93% (2,587 млн дал), ОАО «МКШВ» с долей рынка 9,1% (2,121 млн дал), ЗАО «ВИЛАШ» с долей 8,66% (1,874 млн дал), ЗАО «АБРАУ-ДЮРСО» с долей 5,74% (1,240 млн дал), а также ОАО «КОРНЕТ» с долей 5,22% (1,128 млн дал) от общего объема произведенной продукции. Остальные 40% рынка приходятся на большое количество мелких производителей.

- Высока конкуренция со стороны иностранных производителей.

В связи с этим в нашей модели мы принимаем за базовый пессимистичный сценарий наращивания продаж Абрау-Дюрсо до 2015 г. (16%, 13%, 10% и 8% в 2012-2015 гг. соответственно.). Мы моделируем снижение темпов роста продаж до 6-7% в год после 2015 г.

Мы считаем данный потенциал роста объема продаж реалистичным, поскольку сейчас еще существует емкость рынка на полках основных супермаркетов и магазинов, и компания планирует активно заниматься продажами, а также еще не покрыт сегмент HoReCa. С этого года Абрау-Дюрсо тратит значительные средства на мотивацию сейлзов, маркетинговые мероприятия (мероприятия типа выездных баров и дегустаций, статьи, конкурсы в социальных сетях, различные акции), а также развивать винный туризм.

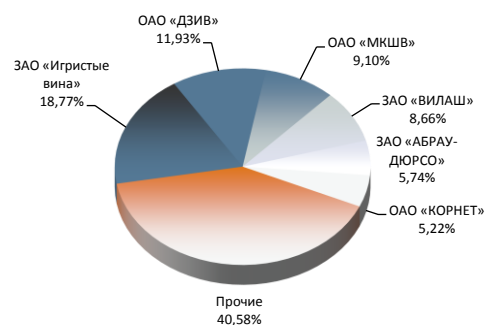
Основная часть выручки компании формируется в 4 кв., однако уже за январь-сентябрь 2012 г. (“low season” для производителей игристого вина) продажи Абрау-Дюрсо превысили объем продаж за аналогичный период прошлого года на 11,2%. Продажи классического вина за 9 месяцев превысили продажи прошлого года более чем на 67%, что свидетельствует о верной стратегии продвижения, выбранной компанией.

Абрау-Дюрсо выбрано поставщиком более 5 тыс. бутылок игристых вин в Кремль и является официальным поставщиком продукции на Олимпиаду в Сочи 2014 г.

Главными внешними рынками для себя Абрау-Дюрсо видит страны Восточной Европы, Индию и Китай. Здесь компания ищет партнеров для создания совместных предприятий.

Абрау-Дюрсо планирует развивать собственную туристическую инфраструктуру. Однако пока ни один из проектов не входит в базовый сценарий развития компании, и мы не учитываем их в своей модели.

Доли российских производителей шампанского в 2011 г.
(по данным Росстата)



➤ Маркетинговые мероприятия положительно сказываются на динамике продаж.



Финансовое положение и оценка

В 2009-2011 гг. Абрау-Дюрсо показывало стабильный рост финансовых показателей. Темп роста выручки составил 60% в 2010 г. и 56% в 2011 г. Столь агрессивный рост показателей объясняется эффектом низкой базы: компания в последние 2 года стремительно наращивала производство игристых вин. При этом рентабельность EBITDA Абрау-Дюрсо в 2011 г. незначительно (менее 1%) снизилась. Чистая рентабельность выросла с 11,75% до 14,15%, что обусловлено снижением выплат по обслуживанию долга.

Следует отметить, что у Абрау-Дюрсо низкий для отрасли уровень долга – 1,9 EBITDA, и, по нашим расчетам, при сохранении высоких темпов развития уровень долга будет только снижаться.

Мы устанавливаем оценку на основе метода DCF на уровне 3,06 долл. за акцию (с учетом эффекта дробления), что указывает на потенциал роста в размере 51%. В связи с этим мы присваиваем акциям компании рекомендацию «ПОКУПАТЬ». При этом поскольку продолжение данной «истории роста» будет зависеть от дальнейших успехов компании в продвижении продукции, рост капитализации Абрау-Дюрсо в первую очередь будет коррелировать с производственными данными компании.

➤ Абрау-Дюрсо – компания с устойчивым финансовым положением и низким уровнем долга.



Финансовая модель и оценка Абрау-Дюрсо, млн долл.

	2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)		2011	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)	2015 (п)			
Отчет о прибылях и убытках						WACC								
Выручка	100	112	134	153	172	Безрисковая ставка, %			5,2	5,6	6,0			
Операционные расходы (без амортизации)	(73)	(79)	(97)	(115)	(129)	Налог на прибыль, %			20,0	20,0	20,0			
EBITDA	28	33	37	39	43	Стоимость акционерного капитала (ао), %			17,4	17,5	19,3			
Амортизация	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0			
EBIT	25	30	33	34	38	Beta leveraged			1,0	1,0	1,3			
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			7,0	7,0	7,0			
Процентные расходы	(5)	(7)	(11)	(10)	(9)	Стоимость долга, %			7,7	8,0	8,3			
Неоперационные доходы/расходы	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			2,5	2,4	2,3			
Доля в прибыли от совместной деятельности	0	0	0	0	0	WACC, %			13,5	14,3	16,2			
Прибыль до налогообложения	20	23	22	25	30	Свободный денежный поток								
Налог на прибыль	(5)	(5)	(4)	(5)	(6)	НОРАТ	20	25	28	29	32			
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Амортизация	3	3	4	4	4			
Чистая прибыль	15	18	18	20	24	Капитальные затраты	(17)	(13)	(2)	(2)	(2)			
Баланс						Изменение чистого оборотного капитала	(7)	(15)	(12)	(10)	(10)			
Долгосрочные активы	109	118	116	114	111	Свободный денежный поток	(0)	0	18	21	24			
Основные средства и нематериальные	106	115	113	111	109	Ставка дисконтирования, %			13,5	14,3	16,2			
Прочие долгосрочные активы	3	3	3	3	3	Коэффициент дисконтирования			0,94	0,82	0,72			
Краткосрочные активы	80	113	131	153	177	Дисконтированный свободный денежный поток			16	17	17			
Оборотные активы	79	96	114	130	145	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	Ставка роста в постпрогнозный период, %			3,0					
Денежные средства	2	17	17	22	32	Сумма дисконтированного денежного потока (+)			154					
Итого активы	190	231	247	266	288	Дисконтированная продленная стоимость (+)			120					
Средства акционеров	94	112	130	150	173	Стоимость бизнеса компании			275					
Акционерный капитал	94	112	130	150	173	Стоимость чистого долга (-)			51					
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Доля миноритарных акционеров (-)			0					
Долгосрочные обязательства	38	84	77	71	71	Стоимость финансовых вложений (+)			1					
Долгосрочные займы	22	68	61	55	55	Стоимость акционерного капитала			225					
Прочие долгосрочные обязательства	16	16	16	16	16	Фундаментальная стоимость ао, долл.			3,1					
Краткосрочные обязательства	58	35	40	46	44	Чувствительность оценки, %								
Краткосрочные займы	32	7	6	6	0	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Оборотные обязательства	26	28	34	39	44	1,0	+25%	+13%	+2%	-7%	-16%	-23%	-29%	
Итого обязательства и средства	190	231	247	266	288	2,0	+31%	+18%	+6%	-4%	-13%	-20%	-27%	
Движение денежных средств						3,0	+39%	+24%	+11%	+0%	-9%	-18%	-25%	
Основная деятельность	(1)	7	10	14	19	4,0	+48%	+31%	+17%	+5%	-6%	-14%	-22%	
Чистая прибыль	14	18	18	20	24	5,0	+59%	+39%	+23%	+10%	-1%	-11%	-19%	
Амортизация	3	3	4	4	4	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Изменение оборотного капитала	(7)	(15)	(12)	(10)	(10)	EV / Sales	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2			
Прочее	(12)	1	1	1	1	EV / EBITDA	7,6	6,4	5,7	5,4	4,9			
Инвестиционная деятельность	(15)	(13)	(2)	(2)	(2)	EV / EBIT	8,4	7,1	6,4	6,1	5,5			
Приобретение внеоборотных активов	(0)	(13)	(2)	(2)	(2)	P / E	10,5	8,6	8,9	7,9	6,7			
Приобретение/продажа дочерних	(16)	0	0	0	0	P / BV	1,7	1,4	1,2	1,1	0,9			
Прочее	1	0	0	0	0	EV / FCF	отр.	698,4	12,0	10,1	8,6			
Финансовая деятельность	15	21	(7)	(6)	(6)									
Изменение долга	15	21	(7)	(6)	(6)									
Изменение акционерного капитала	0	0	0	0	0									
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0									
Прочее	(0)	0	0	0	0									
Изменение денежных средств	(2)	15	0	6	10									
Коэффициенты														
Рентабельность EBITDA, %	27,7	29,5	27,4	25,2	24,8									
Рентабельность чистой прибыли, %	14,9	16,4	13,2	13,0	13,8									
EBITDA / процентные расходы, 1x	5,5	4,9	3,4	4,0	4,9									
Инвестиции / выручка, %	0,3	11,6	1,8	1,6	1,4									
ROE, %	16,0	16,3	13,6	13,3	13,6									
ROIС, %	12,8	13,9	14,5	14,6	15,6									
Долг/EBITDA	2,0	2,3	1,8	1,6	1,3									
Чистый долг/EBITDA	1,9	1,8	1,4	1,0	0,5									
Долг/собственный капитал	0,6	0,7	0,5	0,4	0,3									

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2012 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций
Александр Антипов
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP - клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов
Корпоративные клиенты
AValitov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Анна Дианова
Электроэнергетика, Потребительский сектор
ADianova@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua
