

Абрау-Дюрсо: *in vino veritas*

19 МАЯ 2023



Абрау-Дюрсо: in vino veritas

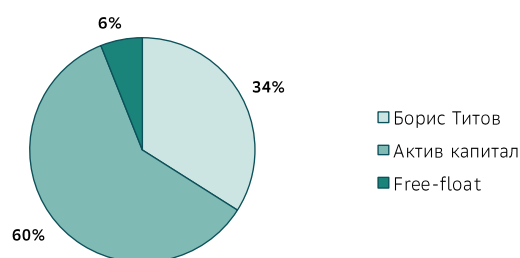
Абрау-Дюрсо – единственный российский публичный производитель шампанского. Его доля на рынке игристого вина достигает 20%. Основной акционер компании – бизнес-омбудсмен Борис Титов, виноградники Абрау-Дюрсо посещали известные политики. Компании выгодно сокращение доли импортного алкоголя на российском рынке из-за санкций и геополитической напряженности. Кроме того, государство субсидирует развитие отечественного виноградарства. Все это создает хороший потенциал для устойчивого роста бизнеса в среднесрочной перспективе.

- Абрау-Дюрсо – один из лидеров российского рынка шампанского с 20%-й долей по продажам. Компании и рынку в целом оказались выгодны западные санкции, поскольку в России стало меньше импортного алкоголя, потребление российского шампанского в 2022 году [выросло](#) на четверть по сравнению с 2021 годом, и компания «Абрау-Дюрсо» продала почти на 20% больше бутылок шампанского. Этот тренд, вероятно, продолжится. В 2023 году компания планирует заложить в два раза больше новых виноградников, чем в 2022 году.
- Последние два года выручка Абрау-Дюрсо росла двузначными темпами – 19% в 2022 году и 16% в 2021. Рентабельность компании по EBITDA в прошлом году составила 30%. Для сравнения, у Beluga Group, публичного производителя крепкого алкоголя, этот показатель достигает лишь 18%.
- Отечественное виноградарство получает поддержку от государства. Сельхозпредприятия в этом сегменте имеют ряд льгот, в том числе налоговый вычет по акцизу на виноград, субсидии для сбора винограда, а также льготную налоговую ставку. Для увеличения площадей виноградников Минсельхоз выделит до 2030 года 26,4 млрд руб.
- У Абрау-Дюрсо традиционно хороший маркетинг. Амбассадорами бренда в разное время были режиссер Павел Лунгин, тележурналист Леонид Парфенов, актер Леонид Ярмольник и другие. Компания ведет свою историю с 1870 года, возникновение винодельни связывают с именами российских императоров. В 2013 году винодельню посетил президент России Владимир Путин, а пару лет назад он в шутку [говорил](#) о том, что хотел бы стать советником на винодельне, после чего котировки компании выросли на 10%.
- Мы считаем, что у акций Абрау-Дюрсо есть потенциал роста до конца года и в среднесрочной перспективе, несмотря на то что с начала года их котировки повысились на 40%. Среди позитивных моментов отметим, что компания платит дивиденды. При этом из-за невысокой доли акций в свободном обращении (free-float) котировки Абрау-Дюрсо могут быть волатильными.

Профиль компании

Абрау-Дюрсо – компания со 180-летней историей, в ее судьбе участвовали императоры Александр II и Александр III. Бизнес-омбудсмен Борис Титов стал владельцем винодельни в 2004 году, а через несколько лет увеличил свою долю до контрольной. В 2008 году работать в компании начал его сын Павел Титов – выпускник лондонской бизнес-школы Касса (Cass), бывший аналитик Merrill Lynch, ABN Amro и RBS. В настоящее время Павел Титов управляет винодельней. С февраля 2023 года Борис и Павел Титовы включены в санкционные списки Великобритании.

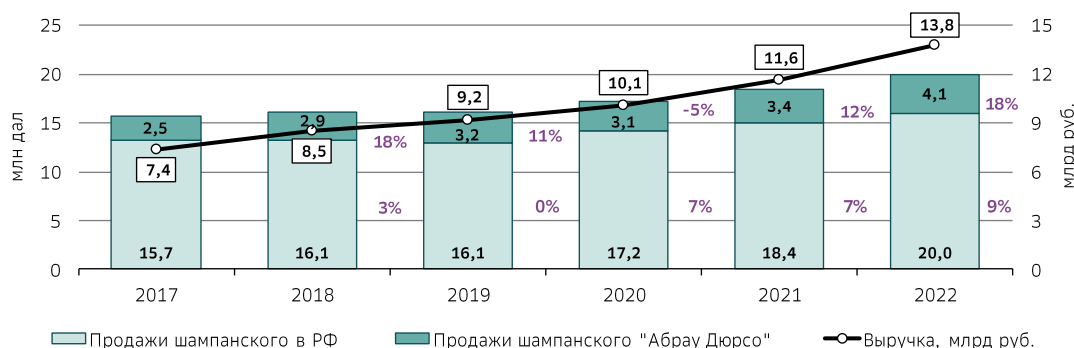
Структура акционеров Абрау-Дюрсо



Источник: Абрау-Дюрсо

Лидер на рынке производства шампанского. На рынке шампанского доля Абрау-Дюрсо последние пять лет составляет около 20%. Доля второго крупного игрока в этом сегменте, петербургской компании «Игристые вина», согласно последним имеющимся данным (на 2019 год), составляет 17%. У Абрау-Дюрсо продажи в натуральном выражении в последние пять лет (за исключением пандемийного 2020 года) росли быстрее, чем в среднем по рынку. Темпы роста выручки компании в 2021 и 2022 годах были двузначными.

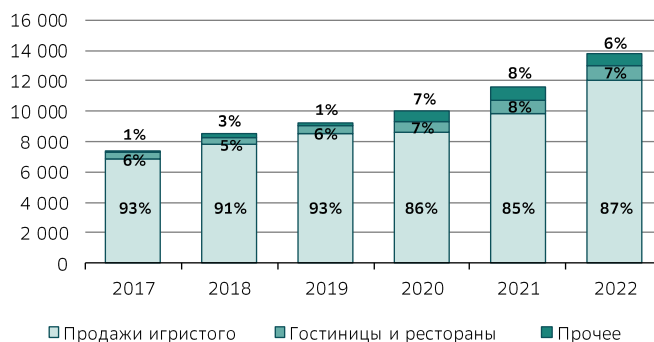
Продажи шампанского в России, 2017–2022



Источник: Росстат, Абрау-Дюрсо

Основной сегмент бизнеса – производство вина. Структура бизнеса Абрау-Дюрсо довольно простая: большую часть выручки (87%) приносят продажи вина, а оставшуюся долю – гостиничные и туристические услуги.

Выручка Абрау Дюрсо, млн руб.

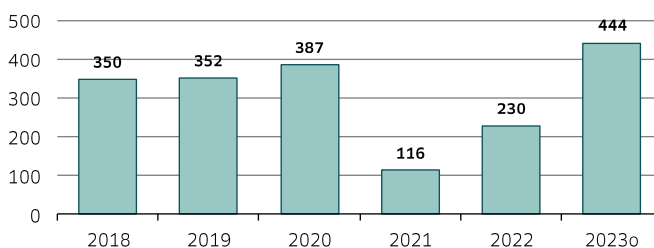


Источник: Абрау-Дюрсо

Компания расширяет планы закладки виноградников. На долю Абрау-Дюрсо приходится чуть больше 3% всех [виноградников](#) в России: 3,4 тыс. га из 100 тыс. га. При этом площадь земель, пригодных для виноградников, у компании составляет 6,8 тыс. га. Отметим, что крупнейший [владелец](#) виноградников в России – компания «Ариант»: в 2020 году ей принадлежало более 12,2 га.

В 2023 году Абрау-Дюрсо [планирует](#) заложить 444 га новых виноградников, что в 1,9 раза больше, чем в 2022 году. В прошлом году компания [собрала](#) рекордные 25,5 тыс. т винограда.

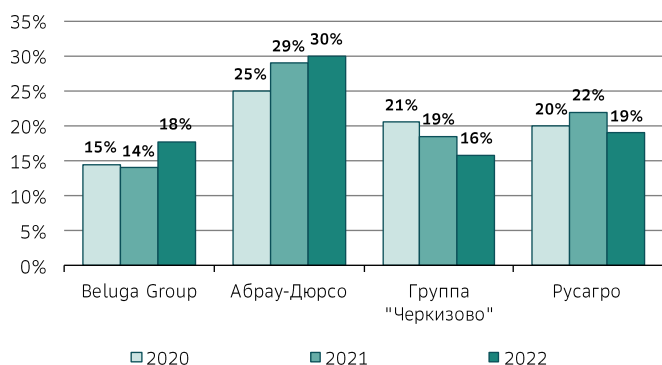
Закладка новых виноградников Абрау-Дюрсо, га



Источник: Абрау-Дюрсо

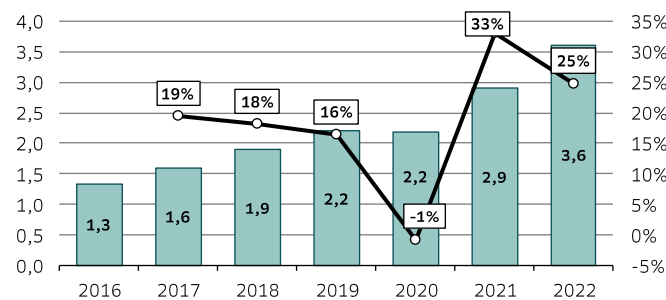
Рентабельности Абрау-Дюрсо выше, чем в среднем по отрасли. У компании высокая рентабельность по EBITDA – 30%, это намного выше, чем у Beluga Group (18%). Средняя стоимость бутылки шампанского в России – [около](#) 300 руб. В ассортименте Абрау-Дюрсо есть как игристые вина стоимостью 360 руб., так и шампанское премиум-сегмента, которое стоит около 1 900 руб. Более высокая рентабельность обусловлена тем, что у компании растут продажи крепких и безалкогольных напитков собственного производства, а также премиального шампанского.

Рентабельность Абрау Дюрсо, Beluga Group и других производителей продуктов питания



Источник: данные компаний по МСФО

EBITDA Абрау-Дюрсо росла каждый год, кроме 2020, млрд руб.



Источник: Абрау-Дюрсо

Акции

В 2012 году компания «Абрау-Дюрсо» провела листинг своих акций на Московской бирже. В качестве маркетингового хода компания раздала опционы по 20 тыс. акций известным людям: режиссеру Павлу Лунгину, журналисту Леониду Парфенову, актеру Леониду Ярмольнику. Инвесторы оценили компанию в \$138 млн., или в четыре раза больше ее EBITDA, в то время как Группа «Синергия» (сейчас это Veluga Group) оценивалась с коэффициентом 4,8 EBITDA. За прошедшие годы капитализация Абрау-Дюрсо выросла более чем в 2 раза до \$320 млн (27,5 млрд руб.). Сейчас на МосБирже в свободном обращении находится 6% акций компании.

В последние пять лет капитализация Абрау-Дюрсо выросла на 110%, в то время как индекс МосБиржи прибавил лишь 1%. Волатильность акций значительно повысилась с сентября 2020 года. С начала 2023 года среднее количество сделок в день достигало 4,3 тыс., а их средний дневной объем – 116 млн руб., но в некоторые дни обороты достигали 1,3 млрд руб. С начала текущего года акции компании подорожали на 45% до 281 руб. В прошлом году волатильность была заметно ниже: среднее количество сделок в день составляло 767, а их средний дневной объем не превышал 12 млн руб.

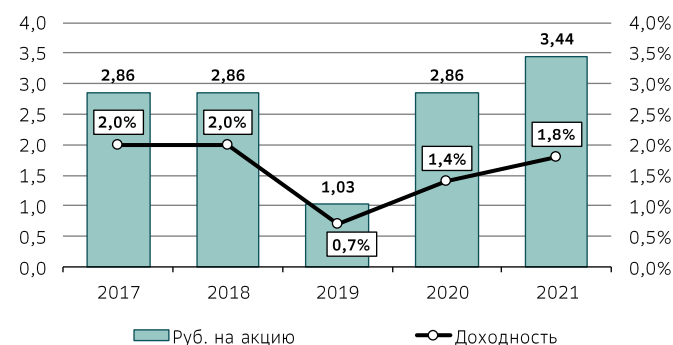
Динамика акций Абрау-Дюрсо



Источник: МосБиржа

С 2017 года Абрау-Дюрсо регулярно платит дивиденды, но доходность по ним была не большой – не более 2%. Сейчас дивидендная политика предполагает распределение между акционерами до 25% прибыли по МСФО. По итогам 2022 года Абрау-Дюрсо может увеличить дивиденды на 32%. Вопрос о дивидендах совет директоров компании рассмотрит 26 мая.

Дивиденды Абрау Дюрсо

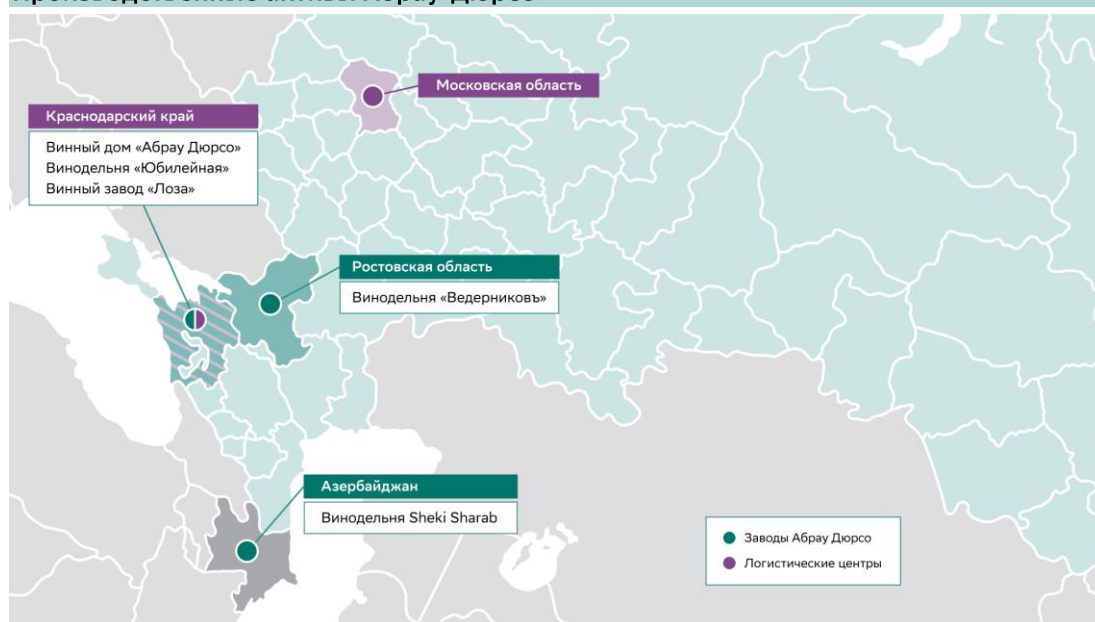


Источник: Абрау Дюрсо

Производство и дистрибуция

Крупные заводы у Абрау-Дюрсо начали появляться с 2015 года. Сейчас у компании четыре винных завода – три в Краснодарском крае (винный дом «Абрау-Дюрсо», винодельня «Юбилейная», завод «Лоза») и один в Ростовской области («Винодельня Ведерниковъ»). Компания стала активно приобретать виноградники после того, как был принят закон «О виноградарстве и виноделии в РФ», который, по сути, делает невозможным использование зарубежных виноматериалов при производстве отечественного вина и шампанского. У Абрау-Дюрсо доля импортного сырья составляла 60%. После принятия закона компания купила одну из крупнейших виноделен в России – Юбилейную. В настоящее время Абрау-Дюрсо обеспечено собственным виноградом на 65–70%, остальной объем закупает в Дагестане.

Производственные активы Абрау-Дюрсо



Источник: «Абрау Дюрсо»

Завод «Лоза» производит вина под Анапой. На момент его приобретения компанией «Абрау-Дюрсо» в 2016 году он был банкротом. Мощность завода – 15 млн бутылок игристого и 18 млн бутылок тихого вина. Абрау-Дюрсо инвестировало в покупку и развитие предприятия 290 млн руб. Покупка завода и его запуск позволили компании полностью удовлетворить свою потребность в мощностях по выпуску вин, а также заметно увеличить объем производства.

В 2015 году Абрау-Дюрсо приобрело «Винодельню Ведерниковъ» (51%), этот завод специализируется на сегменте премиальных тихих вин. Винодельне принадлежит 150 га виноградников, что не очень много в масштабах Абрау-Дюрсо (компания владеет 3,3 тыс. га). В 2022 году винодельня поставила 1,2 т винограда – это 5% от всего урожая Абрау-Дюрсо в 2021 году.

В последние годы Абрау-Дюрсо продолжало расширять земельные площади – стимулом для этого стал закон «О виноградарстве и виноделии». В 2019 году Павел Титов заявил, что компания готова увеличить площади под виноградники и направить на это 1 млрд руб. Спустя год Абрау-Дюрсо приобрело одну из крупнейших виноделен Кубани – Юбилейную с площадью виноградников 2,5 тыс. га. На момент покупки это предприятие было

проблемным активом на этапе банкротства. Однако уже в 2021 году Юбилейная получила прибыль более 60 млн руб. В 2021 году Абрау-Дюрсо купило винодельню Sheki Sharab в Азербайджане мощностью 2,6 млн бутылок в год. Это 6% от всей производственной мощности Абрау-Дюрсо. Азербайджанская дочка [планирует](#) увеличить экспорт вина в Россию в шесть раз – с 600 тыс. бутылок до 3,5 млн бутылок.

Затраты Абрау-Дюрсо на приобретение виноделен и основных средств и денежный поток, млн руб.



Источник: Абрау-Дюрсо

Большая доля продаж шампанского и вина у компании (около 80%) приходится на федеральные розничные сети, с которыми у Абрау-Дюрсо заключены долгосрочные контракты. Остальное – это контракты с региональными дистрибьюторами. Около 60% продаж Абрау-Дюрсо реализует в Москве и Санкт-Петербурге, а остальной объем – в регионах, где, по мнению менеджмента Абрау-Дюрсо, есть потенциал для роста и цены на шампанское выше, чем в Москве и Санкт-Петербурге.

Стоимость бутылки шампанского

У Абрау-Дюрсо отгрузочная цена бутылки шампанского составляет около 200 руб., а цена на полке магазина – примерно 350–400 руб. Разберем, из чего складывается стоимость бутылки шампанского. Во-первых, это стоимость винограда (45 руб.), процессы винодельни (15 руб.), поддержка производства (30 руб.), пробка (13 руб.), бутылка (4–6 руб.) и самое дорогое – логистика (90 руб.). В последнее время у производителей возникли проблемы с винными пробками – их покупали в основном за рубежом, в Испании и Португалии. Из-за дефицита стоимость пробки выросла на 30%, а некоторые производители [заменяли](#) ее алюминиевой винтовой пробкой.

Стоимость бутылки шампанского



Источник: Абрау-Дюрсо

Экспорт/импорт

До начала геополитического кризиса Абрау-Дюрсо экспортировало свое шампанское более чем в 20 стран, однако доля экспорта была небольшой: в 2021 году компания отправила за рубеж 1,8 млн бутылок, это всего 4% от общего количества проданных бутылок (44,6 млн). Кроме того, Абрау-Дюрсо занималось эксклюзивным импортом нескольких наименований – Mionetto Prosecco, Henkel и Torley.

Непрофильный бизнес

Компания стремится расширять линейку своих продуктов и услуг, но пока доля этого бизнеса невелика (всего 10% выручки), и она почти не увеличилась с 2014 года.

- **Туризм.** Самое заметное из непрофильных направлений компании – внутренний туризм. По итогам 2022 года оно обеспечило 7,5% выручки, или почти 1 млрд руб. В Краснодарском крае у компании есть гостиничный комплекс и ресторан с напитками Абрау-Дюрсо. Относительно недавно компания объявила об инвестициях в курорт у озера Абрау – они должны составить 23 млрд руб. к 2030 году, что эквивалентно примерно \$500 тыс. на номер. Примерно во столько же обошлось строительство кластеров «Роза Хутор» и «Красная Поляна». Окупаемость таких инвестиций – 15–20 лет. Абрау-Дюрсо планирует увеличить туристический поток до 1 млн человек.
- **Косметика.** С начала прошлого года Абрау-Дюрсо начало производство косметики Abrau Cosmetics. Инвестиции в этот проект не раскрываются. Это растущий рынок – в 2021 году продажи парфюмерии, косметики и средств по уходу в России [выросли](#) на 11% до 840 млрд руб., а по сравнению с 2019 годом – на 2,5%.
- **Одежда.** У Абрау-Дюрсо есть бренд одежды Socos, у которого есть магазин и корнеры в Москве, а также магазин на курорте Абрау-Дюрсо.
- **Прочая продукция.** В конце апреля Абрау-Дюрсо начало производство энергетических напитков Varyag. До конца года [планируется](#) выпустить 1 млн банок. В начале 2021 года компания начала [производить](#) масло из виноградной косточки.

Сильные стороны и факторы роста

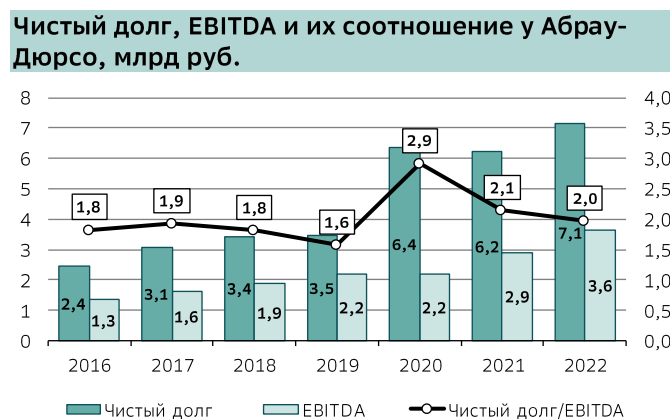
Налоговые льготы

Государство стремится поддерживать развитие отечественного виноградарства и виноделия. С 2022 года началась реализация соответствующего федерального проекта, главная цель которого – увеличение площадей виноградников в плодоносящем возрасте на 35% к 2030 году. Благодаря такой политике российские винодельни и виноградники получают хорошие льготы от государства.

- **Вычет по акцизу на виноград.** Хотя производители шампанского платят акциз (с 2023 года он составляет 45 руб. на литр), у компаний есть так называемый вычет на виноград для вина, произведенного на собственных виноградниках. Этот вычет почти равен акцизу. У Абрау-Дюрсо доля собственного винограда, используемого для производства, составляет до 70%.
- **Сниженный НДС для сельхозпредприятий по сбору винограда.** В группе компаний «Абрау-Дюрсо» есть сельхозпредприятия, для которых ставка НДС составляет не 20%, а 10%.
- **Единый сельхозналог.** Он освобождает от уплаты налога на прибыль, а также частично от налога на имущество. Максимальная налоговая ставка при таком режиме – 6% от налоговой базы.

Комфортная долговая нагрузка

Исторически у Абрау-Дюрсо комфортная долговая нагрузка – только в 2020 году коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» вплотную приблизился к 3. В прошлом году долговая нагрузка компании осталась на уровне 2, несмотря на увеличение чистого долга на 15% до 7,1 млрд руб.



Источник: Абрау-Дюрсо

Уход с рынка импортных брендов

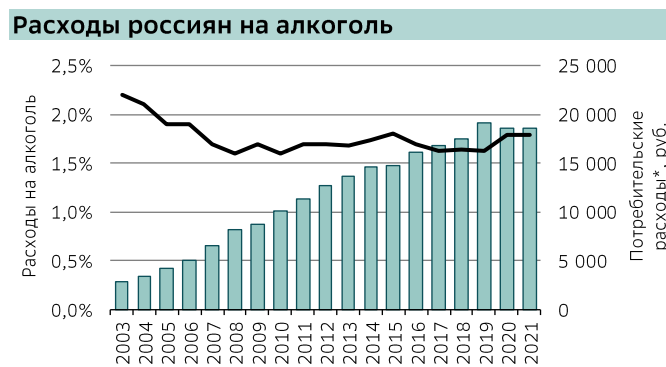
В прошлом году из-за геополитических проблем и логистических трудностей большинство партий импортного шампанского не попало на полки российских магазинов. Это открыло хорошие возможности для локальных производителей, в том числе Абрау-Дюрсо. На этом фоне производство шампанского в России выросло на 25,2% до 16,2 млн дал, а продажи увеличились на 8,6% до 20 млн дал. В результате выручка Абрау-Дюрсо в прошлом году повысилась почти на 20%. Однако этот потенциал частично исчерпан: логистические цепочки налажены, а часть импортных брендов снова

можно купить в магазинах. Хотя некоторые наименования вернулись в Россию, отечественные производители занялись восполнением недостающей продуктовой линейки.

Тренд на вино и шампанское

В последние годы мода на шампанское растет. Традиционно бум покупок этого напитка приходится на декабрь, но в последние пять лет росло потребление шампанского и в летние месяцы. По данным Росалкогольрегулирования, в июле 2017 года было [продано](#) около 10 млн литров игристых и шампанских вин, в июле 2021 года – 13,77 млн литров, а в июле 2022 года – уже 15,26 млн литров. Продажи игристых вин за три летних месяца 2022 года составили 42,12 млн литров, что сопоставимо с предновогодними декабрьскими продажами.

В последние годы доля расходов россиян на алкоголь в структуре потребления остается стабильной. Как показывает практика, спрос на алкоголь в целом не очень чувствителен к уровню цен. Реальные доходы среднего класса в периоды кризисов падают быстрее, чем у менее обеспеченных слоев населения, которые получают поддержку от государства. Вместе с тем средний класс не склонен резко менять потребительские привычки.



* в среднем на члена домашнего хозяйства в месяц

Источник: Росстат

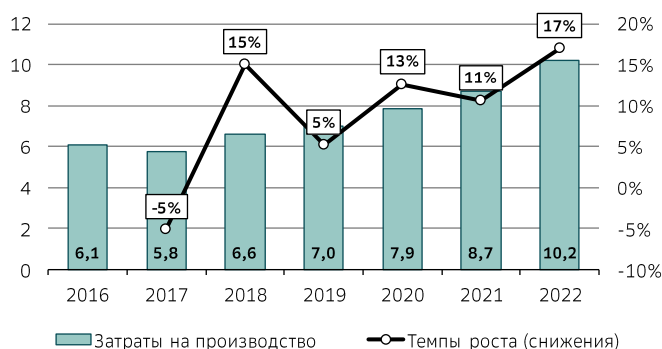
Макроэкономический фон в России благоприятен для производителей алкоголя. В 2023 году ожидается замедление инфляции до 6%, а в 2024 – до 4%. Аналитики SberCIB Investment Research прогнозируют, что в 2023–2024 годах безработица будет ниже 5% на фоне трансформации экономики. Средняя начисленная заработная плата, по их оценкам, будет расти быстрее инфляции: на 6% в 2023 и 2024 году.

Факторы риска

Рост издержек в отрасли

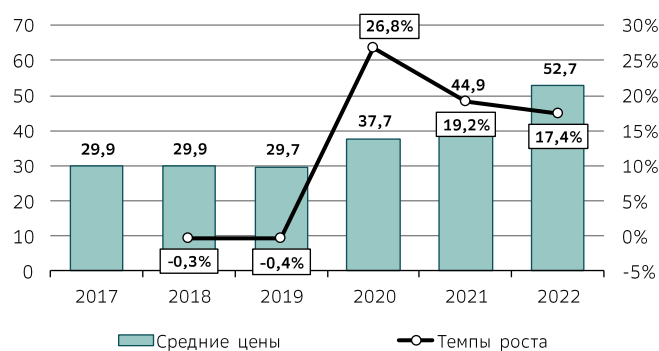
Издержки на производство шампанского повышаются, как и цена винограда. Согласно данным Росстата, в последние три года цены на виноград росли двузначными темпами. Стоимость основной сырьевой составляющей для производителей игристых вин в России с 2021 по 2022 год увеличилась на 17% – с 60 руб. до 70 руб. за килограмм технического винограда. Это связано с внешними торговыми и финансовыми ограничениями в 2022 году, проблемами с импортом оборудования, комплектующих и расходных материалов. В итоге минимальная розничная цена для игристого вина, устанавливаемая Минфином, в 2023 году существенно выросла по сравнению с прошлым годом – на 20%, со 199 руб. до 239 руб. за 0,75 л. Операционные затраты Абрау-Дюрско (cash cost) в 2022 году повысились на 17%.

Динамика затрат Абрау-Дюрско на производство, млрд руб.



Источник: Абрау-Дюрско

Рост цен на виноград от производителей, тыс. руб.



Источник: Росстат

Низкая диверсификация и низкий free-float

Несмотря на инвестиции в туризм и производство альтернативных напитков, основную часть выручки (около 90%) Абрау-Дюрско приносит шампанское. Доля выручки от непрофильного бизнеса в последние десять лет оставалась на уровне 10%. Еще один риск – это небольшой free-float компании и повышенная волатильность, о чем мы подробнее говорили в разделе «Акции».

Ограничение ответственности