

Июнь 2025

Даниил Матюшин

d.matyushin@lmsic.com

Тикер	BLGH	BLGHP
Текущая цена, руб.	7 600	7 600
Целевая цена, руб.	10 000	10 000
Потенциал роста, %	32%	32%
Кол-во акций, шт.	84 123	28 041
Капитализация, руб.	852 446 400	

Основные акционеры

Акционер	Доля УК, %
Бузиашвили Г.Д.	24,51%
Кулешова О.А.	24,86%
Free-float	50,63%

Финансовые показатели, млрд. руб.

Показатели	2021	2022	2023	2024
Выручка	1.21	1.46	1.45	1.84
EBITDA	0.10	0.12	0.12	0.17
Чистая прибыль	0.02	0.03	0.04	0.07
Рент-ть по EBITDA	8.26%	8.22%	8.28%	9.24%
Чистая рент-ть	1.41%	2.12%	2.69%	3.80%
Чист.долг/EBITDA	0.74	0.72	-3.33	-0.00

Акционерное общество «Белгородский Хладокомбинат» является одним из лидеров по производству мороженого в России. Согласно официальному рейтингу, подготовленному компанией «Союзмолоко», информагентством Milknews и консалтинговой компанией Streda Consulting, по итогам 2024 года Белгородский Хладокомбинат занял 15 место в стране и произвел 8,2 тыс. тонн собственной продукции.

Подчеркнем, что предприятие производит более 148 SKU мороженого и осуществляет поставки в 36 субъектов России, а также экспортирует мороженое в такие страны как Республика Белоруссия и Республика Абхазия. Основной пакет акций компании принадлежит менеджменту.

Предприятие обладает гибридной бизнес-моделью, которая сочетает в себе растущие дивидендные выплаты и расширение производства. Отметим, что до 2020 года Белгородский Хладокомбинат концентрировал свое внимание исключительно на росте производства, в связи с чем полностью отказался от выплаты дивидендов. Благодаря масштабной реконструкции, завершенной в 2019 году, компании удалось нарастить выручку практически на 50%. После завершения расширения мощностей, менеджментом было принято решение возобновить выплату дивидендов.

Рост выпуска позволил Белгородскому Хладохомбинату планомерно увеличивать финансовые метрики и базу для дивидендных выплат. В результате, начиная с 2020 года, выплаты по привилегированным акциям выросли в 5,7 раза до 250 руб. на акцию, а выплаты по обыкновенным акциям увеличились в 2,9 раза до 65 руб. с 21 года.

Отметим, что компания не имеет четко прописанной Дивидендной политики, однако, с момента возобновления выплат стремится соблюдать норму распределения прибыли в диапазоне 20-25%. Также подчеркнем, что норма распределения чистой прибыли по привилегированным акциям, прописанная в Уставе Хладокомбината, составляет 10% от чистой прибыли, однако, компания платит на привилегированную акцию немного больше, 12-13% от чистой прибыли за год.

Дополнительно отметим, что РСБУ, которое публикует компания не отражает полной стоимости эмитента. У производителя мороженого есть дочерняя структура, ООО «ТД «Белгородский Хладокомбинат», который выступает дистрибьютером продукции головной компании. Согласно цифрам в отчете за 2023 год, очищенная выручка, приходящаяся только на дистрибьютера за 2023 год составляет немногим менее 900 млн руб., чистая прибыль составляет 49,3 млн руб. Таким образом, совокупная выручка Белгородского Хладокомбината за 2023 год составляла около 2,4 млрд руб., а чистая прибыль – 88 млн руб., что улучшает оценочные метрики компании.

Выделим работу менеджмента с долгом предприятия, который образовался после масштабной реконструкции в 2019 году. В период низких процентных ставок компания сокращала долг умеренными темпами, однако, в 2023 году, наряду с резким ростом процентных ставок в экономике, произошел существенный рывок в данном аспекте. Компания полностью погасила долг на балансе и сформировала крупную денежную позицию в размере 107 млн руб., что позволило ей свести к нулю сальдо процентных доходов и расходов и увеличить чистую прибыль по сравнению с 2022 годом. Отметим, что на конец 2024 года денежные средства на балансе компании практически отсутствуют.

Дополним, что согласно недавнему интервью Генерального директора компании, Дмитрия Топоркова, компания планирует реализовать проект приобретения многофункциональной линии по производству вафельных стаканов, рожков и эскимо в 2025 году, а также к началу сезона заменить устаревшие холодильные агрегаты аммиачного цеха на фабрике мороженого.

На наш взгляд, продолжающаяся масштабная инвестиционная программа позволит Белгородскому Хладокомбинату нарастить выпуск в долгосрочной перспективе, что может улучшить финансовые показатели Общества и повысить маржинальность. Тем не менее, в краткосрочном периоде (1-2 года) видим риски того, что инвестиционная программа может оказать влияние на чистую прибыль Хладокомбината, а также на выплаты дивидендов.

Отдельно отметим, что ценные бумаги торгуются с дисконтом к объединенным чистым активам предприятия, которые составляют 9933 руб. на акцию, что позволяет рассчитывать на апсайд при условии выкупа ценных бумаг у акционеров.

Дополнительно подчеркнем риски, связанные с географическим расположением предприятия. Так как компания находится в Белгородской области, существует вероятность получения ущерба от атак беспилотных летательных аппаратов, что в свою очередь может частично или полностью парализовать деятельность на предприятии и повлечь незапланированные траты на инвестиции и восстановление инфраструктуры и оборудования.

АО Белгородский Хладокомбинат является долгосрочной инвестицией, сочетающей в себе дивидендные выплаты и потенциал роста. Текущая цена обыкновенных/привилегированных акций АО Белгородский Хладокомбинат составляет 7600 рублей (Текущие мультипликаторы (включающие показатели ООО ТД Белгородский Хладокомбинат): $EV/EBITDA = 3.96$, $P/E = 7.75$, $Net\ Debt/EBITDA = 0.25$). При условии успешной реализации инвестиционной программы, российское предприятие на горизонте 3 лет имеет 32% потенциал роста до нашей целевой цены 10000 руб.

Контакты**Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
----------------------	------------------------	-----------------

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 19 99
----------------------	---------------------------	-----------------

Аналитический отдел	Викулов Максим Олегович Матюшин Даниил Викторович	8 812 329 19 99
---------------------	--	-----------------

Отдел торговых операций

Руководитель отдела	Ли Елена Николаевна	8 812 329 19 98
---------------------	---------------------	-----------------

Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание		8 812 329 19 98
---	--	-----------------

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами АО «Инвестиционная компания ЛМС» и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов АО «Инвестиционная компания ЛМС» и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от АО «Инвестиционная компания ЛМС» по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия АО «Инвестиционная компания ЛМС».