

## ОАО «Левенгук»: Шаг вперед. От локального лидерства к росту на международных рынках.

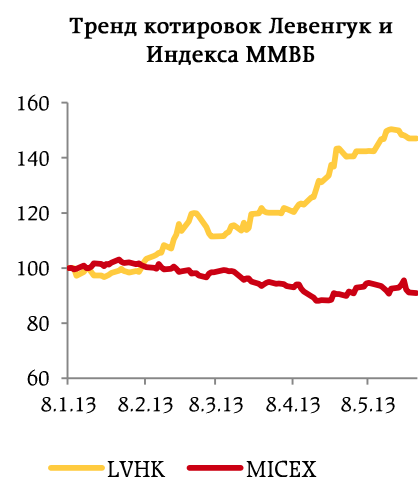
Обыкновенные акции	
Целевая цена (руб.)	28,7
Текущая цена (руб.)	20,9
Цена SPO (руб.)	18,0
Потенциал роста к цене размещения	+59%
Рекомендация	Покупать

Общие данные по акциям (млн. руб.)	
MMVB	LVHK
Bloomberg	LVHK:RM
Рыночная капитализация	1 109,6
Стоимость компании (EV)	1 117,6
Кол-во обыкн. акций в обращении	52,9 млн
Free float (после SPO)	19%

Финансовые показатели, млн. рублей			
	2012	2013п	2014п
Выручка	347	487	683
ЕБИТДА	75	111	177
Чистая прибыль	59	84	132

Показатели рентабельности, %			
	2012	2013п	2014п
Рент-ть ЕБИТДА	22%	23%	26%
Рент-ть по ЧП	17%	17%	19%

Рыночные коэффициенты			
	2012	2013п	2014п
P/E	18,7	13,3	8,4
EV/ЕБИТДА	15,0	10,1	6,3
EV/Sales	3,2	2,3	1,6



В связи с запланированным на июнь 2013 года вторичным размещением акций ОАО «Левенгук» мы начинаем аналитическое покрытие эмитента. На сегодняшний день Левенгук не только является лидером рынка оптической техники в России, но и самостоятельно его формирует, задавая тенденции потребления. С учетом перспектив дальнейшего развития российского рынка оптической техники, финансовой устойчивости и грамотно продуманной стратегии развития Компании мы считаем Левенгук одним из самых привлекательных эмитентов в потребительском секторе.

Основными драйверами роста капитализации ОАО «Левенгук» являются:

- **Высокие темпы роста отрасли.** Российский рынок оптической техники находится на начальном этапе развития, что объясняет высокие темпы роста, достигающие 30% в год. Поскольку рынок находится далеко от стадии насыщения, в ближайшее время мы не видим рисков снижения динамики его развития.
- **Лидирующая позиция Левенгука на российском рынке.** По оценкам Компании, на сегодняшний момент Левенгук занимает порядка 25-30% российского рынка оптической техники. Широкая дистрибьюторская сеть по всей России и значимые конкурентные преимущества помогут Компании удержать лидирующие позиции и в дальнейшем увеличить рыночную долю.
- **Развитие бизнеса Компании на иностранных рынках.** Частью стратегии развития Левенгука является переход от локального лидерства к завоеванию международного рынка. Для Компании это означает дополнительный рост выручки, уменьшение зависимости от одного географического региона и возможность роста прибыльности за счет эффекта экономии масштаба.
- **Значительный потенциал роста маржинальности бизнеса.** По мере развития Компании и выполнения инвестиционного плана по открытию собственных производственных мощностей, Левенгук сможет повысить маржинальность бизнеса и, тем самым, увеличить капитализацию Компании.
- **Эффективная бизнес-модель, устойчивая к риску развития рецессии в экономике.** Сочетание таких факторов, как низкая долговая нагрузка Группы, высокая маржинальность бизнеса и существенный процент переменных издержек, делает Левенгук способным справиться со снижением спроса, ростом цен на материалы и другими экономическими рисками.

По результатам анализа бизнеса компании Левенгук и проведенной нами оценки, целевая цена составляет 28,7 руб. за обыкновенную акцию, что предполагает 59%-й потенциал роста к стоимости размещения на SPO. Акции ОАО «Левенгук» мы присваиваем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

**Основным рынком сбыта Левенгука на сегодняшний день является Россия – молодой рынок, характеризующийся высокими темпами роста.** Первостепенными факторами, формирующими сегмент розничной оптической техники, являются рост доходов населения и размер дискреционного дохода домохозяйств. В силу особенностей развития российской экономики на протяжении длительного времени данный рынок практически отсутствовал – у людей не было возможности приобретать подобного рода товары. В последнее время мы наблюдаем стремительное улучшение благосостояния россиян: например, по данным Росстата, среднемесячная заработная плата по России за 2012 год выросла на 13,3% и достигла 26,7 тыс. рублей. С ростом реальных располагаемых доходов населения также развивается и рынок. По оценкам компании и экспертов отрасли, средние темпы роста рынка составляют порядка 30% в год.

**Поскольку российский рынок оптической техники находится на ранней стадии развития, потребление во многом формируется самими компаниями-производителями.** Левенгук, являясь лидером данного сектора, оказывает большое влияние на развитие интереса к оптической технике и формирует модель потребления. Во многом этому способствуют различные маркетинговые мероприятия, направленные на привлечение внимания потребителя. Примером таких событий является «День Открытой Астрономии», который Компания проводит ежегодно. За счет высоких темпов роста отрасли конкуренция между компаниями является минимальной, а все маркетинговые усилия конкурентов оказывают положительный эффект на сектор в целом. На данный момент рынок далек от точки насыщения, и мы можем ожидать продолжения положительной динамики отрасли.

**Устойчивая позиция на рынке и узнаваемый бренд Левенгука позволят ему быстрыми темпами наращивать долю российского рынка.** По оценкам экспертов, на сегодняшний день Левенгук занимает порядка 25-30% российского рынка (все марки), при этом товары под брендом Левенгук составляют порядка 15-20% от общего объема сегмента. Мы оцениваем положение Компании как устойчивое в силу широкого товарного ассортимента, позволяющего каждому покупателю найти интересующий товар, и высокого качества продукции, увеличивающего лояльность покупателей. Более того, Левенгук обладает единственной в России розничной сетью из 50 магазинов в 30 городах, которая, наравне с маркетинговыми инициативами, повышает узнаваемость бренда Компании и привлекает большое количество новых покупателей. Чтобы в будущем удерживать свою позицию лидера, Левенгук планирует потратить более 5% инвестиционного бюджета на R&D с целью регулярного обновления и совершенствования товарного ряда. Этот шаг позволит им не только удержать долю рынка, но и самим создавать моду и направление развитие отрасли. По нашим оценкам, к 2015 году Левенгук может занять более 50% российского рынка (все марки).

**Благодаря сочетанию работы удаленного логистического центра с административной частью Компании, базирующейся в России, Левенгук сможет эффективно выходить на новые рынки.** В 2012 году Компания начала экспансию на рынки Европы, открыв офисы в Чехии и Украине. В рамках стратегического плана развития в начале 2013 года также было открыто представительство в США. По оценкам экспертов, объем рынка оптической техники США достигает 700 млн долларов, а общий объем европейского рынка составляет около 486 млн долларов. Основой стратегии Компании является первоначальное тестирование рынка Северной Америки посредством интернет-продаж и удаленного управления логистической локальной системой. В случае удачных показателей Компания начнет открывать физические точки дистрибуции. Развитие в новых географических зонах поможет Левенгуку значительно увеличить обороты бизнеса, тем самым, применив логику масштабирования

для повышения прибыльности. Мы считаем, что Левенгук может стать одним из международных лидеров в данной отрасли в перспективе ближайших 7-10 лет.

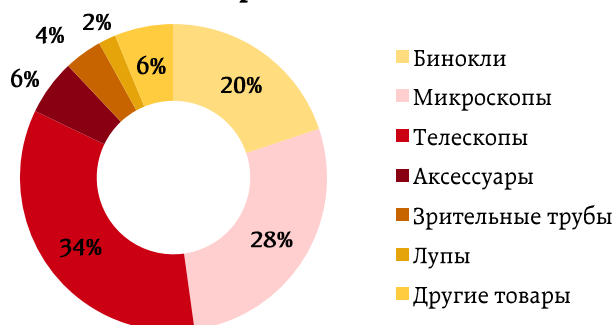
**Лидирующие позиции в России, в сочетании с экспансией на рынки других развитых стран, обеспечат Левенгуку ежегодные средневзвешенные темпы прироста выручки на уровне 31% (2012-2017).** Основными драйверами роста оборотов является привлечение новых клиентов посредством проведения маркетинговых инициатив и расширения дистрибьюторской сети, поддержание лояльности покупателей усовершенствованием предлагаемой продукции и дальнейший рост ассортиментного ряда. Также Компания видит перспективы в активной работе с государственными структурами и прогнозирует, что к 2015 году данный сегмент может превысить 35% от общей выручки Компании. Всего к 2015 году оптовая торговля превысит 40% от оборота (Диаграмма 1), а самыми крупными товарными группами будут телескопы, микроскопы и бинокли соответственно (Диаграмма 2).

**Диаграмма 1. Выручка по каналу продаж, 2015**



Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

**Диаграмма 2. Выручка по товарным категориям, 2015**



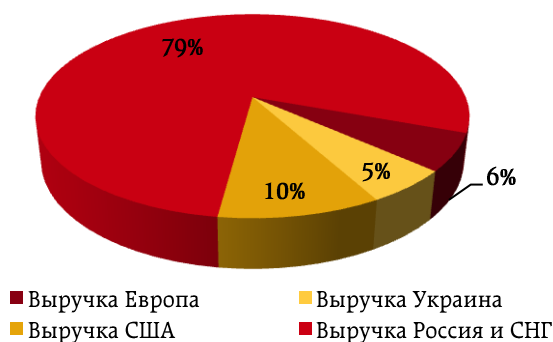
Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

**Масштабирование бизнеса и выполнение инвестиционной программы повлекут за собой повышение маржинальности Левенгука.** Мы ожидаем роста прибыльности Компании по показателю EBITDA с 22% до 32% в 2017 году. Большая часть данной динамики будет объясняться эффектом экономии масштаба, подразумевающим снижение постоянных издержек на единицу продукции и улучшение условий закупки у поставщиков. Еще одним драйвером роста маржинальности является оптимизация бизнес-процессов в рамках плана по развитию бизнеса. Основными пунктами, которые будут способствовать сокращению издержек, станут развитие информационной системы и организация логистического и складского хозяйства. Налаживание собственного производства также покажет результаты в виде лучшего контроля над издержками и качеством продукции.

**Стабильное финансовое положение Левенгука поможет Компании реализовать свой стратегический план развития, не повышая риски для акционеров.** По состоянию на конец 2012 года финансовая позиция компании характеризовалась низким уровнем задолженности (коэффициент покрытия процентов 11,96 и соотношение долга к размеру собственных средств 0,07) и хорошей ликвидностью баланса (коэффициент текущей ликвидности 4,45). Солидный бухгалтерский баланс, в сочетании с высокой степенью рентабельности инвестиций (коэффициент ROIC за 2012 год достигает 9,7%), обеспечивает Компании возможность развиваться за счет своих средств. По нашим расчетам, Компании не потребуется привлекать дополнительное финансирование для выполнения заявленного инвестиционного плана. Мы рассчитываем, что уже в этом году компания выйдет на положительный операционный денежный поток.

Растущая прибыльность Левенгука, в сочетании со стабильным финансовым положением, повысит устойчивость Компании к потенциальному снижению экономической активности и другим рискам. Повышение маржинальности увеличивает способность Компании поддерживать спрос на продукцию в случае понижения потребительской активности путем снижения цен и увеличения маркетинговых затрат. Высокий уровень прибыльности, наряду с большой пропорцией переменных затрат в структуре издержек, делает Левенгук способным эффективно амортизировать потери в условиях ухудшения экономической ситуации. Диверсифицированная база поставщиков и клиентов также увеличивают способность бизнеса адаптироваться к быстро меняющейся обстановке. Выход Левенгука на новые рынки будет способствовать снижению зависимости от экономики одного региона, что приведет к уменьшению политических и экономических рисков, специфичных для России (Диаграмма 3).

**Диаграмма 3. Выручка по географическим локациям, 2015**



Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Основываясь на устойчивом финансовом положении Компании и высоких темпах роста ее бизнеса, мы считаем, что справедливая стоимость одной акции Левенгука равняется **28,7 руб. (+59% к цене IPO)**. Данная стоимость была получена нами путем применения метода Дисконтированных денежных потоков (Приложение 2) и базируется на прогнозах результатов деятельности Компании 2013-2017 годов (Приложение 1). Поскольку у Левенгука имеется большой запас финансовой прочности, мы считаем, что в долгосрочном периоде будет целесообразным повышение его долгового финансирования. Таким образом, для подсчета стоимости капитала мы используем целевую структуру капитала. Исходя из особенностей бизнес-модели Левенгука, мы заключили, что среди публичных компаний нет аналогов для Группы и использование сравнительного метода невозможно. Среди максимально приближенных отраслей можно выделить диверсифицированных производителей оптической и другой техники, высокотехнологичных производителей техники (в том числе, оптической) для государственных нужд и сети магазинов товаров для активного отдыха.

#### **Инвестиционный тезис**

С учетом лидирующей позиции в секторе и высокой рентабельности инвестиций Левенгук является одной из наиболее привлекательных компаний в потребительском секторе. На основе нашего анализа мы присваиваем обыкновенным акциям Левенгука рейтинг «ПОКУПАТЬ». На наш взгляд, вторичное размещение акций является хорошей возможностью войти в капитал быстрорастущей Компании со стабильным финансовым положением. Данное размещение будет особенно интересно инвесторам, нацеленным на получение прибыли в результате роста капитализации компаний в среднесрочном периоде.

**Приложение 1. Финансовая модель ОАО «Левенгук»**
**Консолидированный Отчет о совокупном доходе**

Млн. рублей	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Выручка	347	487	683	928	1170	1346
Ежегодный прирост выручки (%)	76%	41%	40%	36%	26%	15%
ЕБИТДА	75	111	177	265	358	427
Прибыльность по ЕБИТДА (%)	22%	23%	26%	29%	31%	32%
ЕБИТ	69	106	165	246	332	399
Прибыльность по ЕБИТ (%)	20%	22%	24%	27%	28%	30%
Проценты к уплате	-6	-2	-1	-1	-	-
Налогооблагаемая прибыль	63	105	165	245	332	399
Налог на прибыль	3	21	33	49	66	80
Чистая операционная прибыль	59	84	132	196	266	319

**Консолидированный отчет о финансовом положении**

Млн. рублей	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Долгосрочные активы	157	176	295	321	338	344
Основные средства	0	10	27	44	61	67
Нематериальные активы (вкл. Гудвил)	157	166	175	184	184	184
Долгосрочные финансовые вложения	-	-	93	93	93	93
Текущие активы	561	636	662	847	1110	1433
Запасы	461	303	141	192	240	276
Дебиторская задолженность	77	80	112	152	192	221
Денежные средства и приравненные	24	253	408	502	678	936
<b>АКТИВЫ</b>	<b>719</b>	<b>812</b>	<b>956</b>	<b>1168</b>	<b>1448</b>	<b>1777</b>
Собственные средства	592	776	908	1104	1369	1688
Долгосрочные обязательства	0,3	-	-	-	-	-
Краткосрочные обязательства	126	36	49	64	79	89
Кредиторская задолженность	81	30	43	58	71	81
Краткосрочные кредиты и займы	42	-	-	-	-	-
Расчеты с персоналом	4	5	6	6	8	8
<b>ПАССИВЫ</b>	<b>719</b>	<b>812</b>	<b>956</b>	<b>1168</b>	<b>1448</b>	<b>1777</b>

**Консолидированный отчет о денежных потоках**

Млн. рублей	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Поступления от операционной деятельности	407	578	810	1101	1389	1597
Платежи по операционной деятельности:	-653	-384	-524	-962	-1170	-1304
Поставщикам за сырье и материалы	-558	-249	-354	-748	-901	-999
Затраты на оплату труда	-43	-64	-72	-78	-94	-100
Проценты по долговым обязательствам	-4	-3	-1	-1	-	-
Денежный поток от операционной деятельности (CFO)	-247	194	286	139	219	293
Поступления от инвестиционной деятельности	4	2	-	-	-	-
Платежи по инвестиционной деятельности:	-8	-25	-130	-45	-43	-35
Капитальные затраты	-2	-25	-130	-45	-43	-35
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-4	-23	-130	-45	-43	-35
Поступления от финансовой деятельности	426	130	30	-	-	-
Получение кредитов и займов	71	30	30	-	-	-
Денежные вклады собственников	356	-	-	-	-	-
Доход от продажи ЦБ	-	100	-	-	-	-
Платежи по финансовой деятельности	-162	-72	-30	-	-	-
Денежный поток от финансовой деятельности	265	58	-	-	-	-
Излишек (дефицит) денежных средств	14	229	156	94	176	258

**Основные коэффициенты деятельности**

	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Долг	42	-	-	-	-	-
Чистый долг	18	-253	-408	-502	-678	-936
Долг/Капитал	0,07	-	-	-	-	-
Долг/Активы	0,06	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-	-
Дивидендная доходность	-	-	-	-	-	-
Коэффициент текущей ликвидности	4,45	17,78	13,61	13,17	14,06	16,04
Коэффициент быстрой ликвидности	0,80	9,31	10,71	10,18	11,02	12,95
Рентабельность активов	8,3%	10,3%	13,8%	16,8%	18,3%	17,9%
Рентабельность инвестированного капитала	9,7%	16,0%	26,4%	32,6%	38,4%	42,4%
Рентабельность собственных средств	10,0%	10,8%	14,5%	17,8%	19,4%	18,9%

Источник: Отчеты ОАО «Левенгук», прогнозы ИК «ФИНАМ»



**Приложение 2. Оценка стоимости ОАО «Левенгук»**
**Оценка стоимости акционерного капитала ОАО «Левенгук» методом DCF**

Млн. рублей	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
ЕБИТ	106,2	165,2	246,2	332,0	398,5
Налоговые выплаты	-20,9	-32,9	-49,0	-66,4	-79,7
NOPLAT	85,2	132,3	197,2	265,6	318,8
Прирост от года к году	30%	55%	49%	35%	20%
Амортизация	4,8	11,5	18,8	26,1	28,7
Изменения в Чистом Оборотно Капитале	-105,4	-142,9	76,0	72,8	54,5
Капитальные издержки	-24,7	-130,4	-45,2	-43,3	-34,6
Свободный денежный поток	170,8	156,3	94,7	175,6	258,4
Дисконтированный свободный денежный поток	157,8	123,3	63,8	101,0	126,8
Постпрогнозный темп роста	3%				
Стоимость Левенгук в постпрогнозный период	1 945,4				
Приведенная стоимость бизнеса в прогнозный период	572,7				
Приведенная стоимость бизнеса в постпрогнозный период	954,8				
Стоимость Компании (EV)	1 527,6				
Чистый долг Компании на 1 квартал 2013 г	7,9				
Стоимость Капитала Компании (P)	1 519,6				
Целевая цена за акцию	28,7				

**Методология подсчета WACC ОАО «Левенгук»**

Безрисковая процентная ставка	5,22%
Премия за риск рынка акций	5,43%
Бета без учета долга	1,10
Бета с учетом долга	1,54
Премия за размер капитализации	4,07%
Премия за риск Российского рынка	2,25%
Стоимость акционерного капитала	19,9%
Стоимость долга после налогов	11,6%
Целевой уровень коэффициента Долг к Акционерному Капиталу в долгосрочном периоде	50,0%
WACC	17,13%

**Коэффициенты расчетной стоимости ОАО «Левенгук»**

	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Est. EV/Sales	3.13	2.24	1.65	1.31	1.14
Est. EV/EBITDA	13.76	8.64	5.77	4.27	3.58
Est. P/CFO	7.83	5.31	10.94	6.94	5.19
Est. P/E	18.15	11.54	7.75	5.72	4.77
Est. - оценочная стоимость Компании / Капитала Компании					

Источник: Отчеты ОАО «Левенгук», прогнозы ИК «ФИНАМ», Bloomberg

**Группа клиентской аналитики**  
(Департамент клиентского обслуживания)**Зайцева Анна**

Руководитель

+7 (495) 796-90-26, доб. 2025

[zaytseva@corp.finam.ru](mailto:zaytseva@corp.finam.ru)**Додонов Игорь**

Консультант-аналитик

+7 (495) 796-90-26, доб. 1627

[idodonov@corp.finam.ru](mailto:idodonov@corp.finam.ru)**Пальянов Андрей**

Консультант-аналитик

+7 (495) 796-90-26, доб. 2040

[palyanov@corp.finam.ru](mailto:palyanov@corp.finam.ru)**Бертяков Сергей**

Консультант-аналитик

+7 (495) 796-90-26, доб. 2045

[sbertyakov@corp.finam.ru](mailto:sbertyakov@corp.finam.ru)**Рублевская Екатерина**

Консультант-аналитик

+7 (495) 796-90-26, доб. 1636

[erublevskaya@corp.finam.ru](mailto:erublevskaya@corp.finam.ru)**Силакова Екатерина**

Портфельный управляющий

УК «Финам Менеджмент»

+7 (495) 796-90-26, доб. 1608

[silakova@corp.finam.ru](mailto:silakova@corp.finam.ru)**Отдел инвестиционного  
консультирования****Двоглазов Максим**

Руководитель отдела

+7(495) 796-93-88, доб. 4026

[mdvoeglazov@corp.finam.ru](mailto:mdvoeglazov@corp.finam.ru)**Кряковский Иван**

Заместитель руководителя

+7(495) 796-93-88, доб. 4036

[kryakovskiy@corp.finam.ru](mailto:kryakovskiy@corp.finam.ru)

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.