



Магнит (MGNT)

Цель: 7 163 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

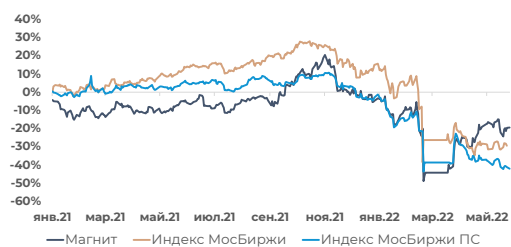
Период адаптации

Отечественный продовольственный ритейл в новых реалиях столкнулся с серьезными вызовами, но при этом нельзя сказать, что он в числе главных пострадавших. Сектор не является циклическим и по большей части может переложить ускорившуюся инфляцию на полку, сохраняя рост продаж и стабильную рентабельность. В среднесрочной перспективе рознице придется находить новые решения при снижении покупательской способности населения и трансформации экономики. В кризисные моменты крупнейшие игроки, как правило, дополнительно увеличивали свою долю рынка, и текущая ситуация вряд ли станет исключением. Магнит является одним из основных бенефициаров дальнейшей консолидации розничной торговли в стране. Компания, на наш взгляд, все еще имеет возможности расти опережающими темпами и может уверенно преодолеть период турбулентности. Мы сохраняем позитивный взгляд на будущее ритейлера. Наша рекомендация для акций группы «Покупать» с целевой ценой **7 163 руб.** за бумагу.

Согласно нашему прогнозу, выручка Магнита в текущем году увеличится на 22,5% г/г. Основными драйверами будут увеличение LFL-продаж при высоких темпах инфляции и консолидация Дикси. Эффект консолидации уже проявился в финансовых результатах 1К и будет оказывать воздействие на показатели вплоть до 3К включительно. Темпы роста торговой площади во 2К останутся высокими благодаря Дикси, но существенно снизятся начиная с 3К. На фоне высоких процентных ставок Магнит, как мы ожидаем, перейдет к политике избирательных открытий, которую ритейлер уже проводил в 2020 г. Согласно нашей оценке, за год компания может открыть чуть более 900 магазинов gross во всех форматах вместо изначального плана в 2 тыс. точек. Таким образом, торговая площадь по итогам года вырастет только на 3% г/г. Средний чек будет играть ключевую роль в росте сопоставимых продаж при нейтральной динамике трафика. Мы полагаем, что компании удастся поддержать рентабельность валовой прибыли и EBITDA на уровне прошлого года, хотя видим возможность для улучшения показателей. Мы думаем, что капитальные затраты Магнита окажутся почти в 2 раза ниже изначального плана в 80-85 млрд руб. и составят 47 млрд руб. Подобный результат является следствием снижения темпов открытий и обновлений магазинов, а также переносом некоторых затратных проектов. При достаточно быстром снижении ставок и стабилизации ситуации в экономике Магнит, возможно, пересмотрит планы и откроет больше точек.

В долгосрочной перспективе мы ориентируемся на показатели, которые компания обозначила в качестве целевых, когда представляла стратегию до 2025 г. С учетом ожидаемой динамики инфляции CAGR продаж в ближайшие 5 лет у нас составляет 10,6%, что позволит Магниту и дальше увеличивать контролируруемую долю рынка. Начиная со следующего года мы ожидаем возобновление прежних темпов открытий на уровне 2,2-2,3 тыс. магазинов gross во всех форматах. Это обеспечит рост торговой площади с CAGR 5,3% в 2022-2026 гг. Рентабельность EBITDA в нашем прогнозе, который является консервативным относительно стратегии, увеличивается до 7,9% в 2025 г. и до 8% еще через год. Большая часть положительного движения в рентабельности будет обеспечена за счет улучшения валовой маржи, в том числе благодаря долгосрочной синергии с Дикси. Возобновление прежних темпов открытий и обновлений магазинов, как ожидается, приведет к увеличению CAPEX. При инвестициях в ранее запланированные проекты затраты следующего года могут составить более 80 млрд руб. и, как мы ожидаем, будут оставаться на подобном уровне в течение следующих лет.

Динамика индексов и акций Магнита



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

MGNT

Тикер на МосБирже

4 640

Текущая цена, руб.

2 942/6 920

Мин/макс цена, 12м

7 163

Справедливая цена

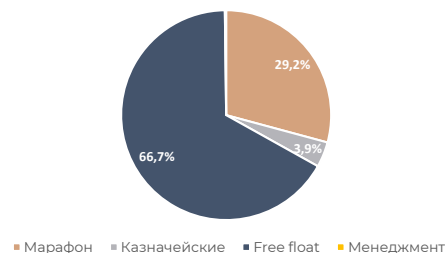
54,4%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала Магнита (начало 2022 г.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 1К 2022 г.

Магазины, шт.	1К 2021	1К 2022	+/-
Суммарно:	21 900	26 605	21,5%
Магазины "У дома"	15 098	16 620	10,1%
Открыто (net)	187	430	129,9%
Супермаркеты	471	468	-0,6%
Открыто (net)	1	-2	-300,0%
Магазины косметики	6 331	7 146	12,9%
Открыто (net)	148	180	21,6%
Магазины Дикси	0	2 333	
Открыто (net)	0	-79	
Магазины Мегамарт	0	38	
Открыто (net)	0	-1	
Торговая площадь, тыс. кв. м	7 605	9 235	21,4%
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м.	51	58	13,5%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



Денежная позиция Магнита остается сильной благодаря стабильному FCF. Тем не менее компания не стала распределять финальные дивиденды за 2021 г. и, на наш взгляд, может принять подобное решение в отношении следующего промежуточного платежа за 9М 2022 г. Важными факторами здесь являются невозможность получить дивиденды большей частью акционеров, а также пристальное внимание со стороны государственных регулирующих органов. По закону Магнит не может отложить уже объявленную выплату, как, например, это сделал Fix Price. Однако, гибкая дивидендная политика позволяет компании рекомендовать выплату за любой период и неограниченное количество раз в году. В данный момент мы ожидаем возобновление дивидендных выплат со следующего года. Выплаты могут составить около 60 млрд руб. или 589 руб. на акцию, что эквивалентно сумме, которая ожидалась ранее за 2021 г. Государственные органы не дали Магниту разрешения продолжить программу GDR и, согласно новому закону, ритейлер обязан ее прекратить. Все расписки, которые составляли около 20% free-float и торговались на бирже в Лондоне, должны быть конвертированы в акции. В моменте мы не ожидаем существенного влияния на компанию от прекращения оборота GDR.

Мы оценивали акции Магнита при помощи 5-летней DCF-модели с WACC на уровне 15,2% и ставкой терминального роста 3%. Мы использовали дополнительную премию в 3 п.п. к стоимости капитала для того, чтобы отразить возросшие запросы инвесторов к плате за риск. Магнит в наших расчетах сохраняет приличный потенциал роста даже при WACC более 17%, что видно из анализа чувствительности. В данный момент ритейлер торгуется с мультипликаторами EV/EBITDA 2022 г. 3,6x и P/E 2022 7,2x. Мультипликаторы Магнита значительно снизились с конца февраля, как и у многих других отечественных компаний, отражая отток инвестиций с рынка и общую ситуацию в экономике. Несмотря на очевидное увеличение дисконта российских торговых сетей относительно стоимости зарубежных игроков, мы полагаем, что текущий ценовой уровень Магнита достаточно привлекательный.

Трансформация экономики

С конца февраля российская экономика вошла в период турбулентности и постепенной трансформации на фоне введения большого количества санкций. Обновленные прогнозы Минэкономразвития предполагают снижение ВВП в этом году, а также рост безработицы, ускорение инфляции, падение реальных располагаемых доходов населения и сокращение оборота розничной торговли в сопоставимых ценах. Период перестройки экономики по оценкам может занять 1,5-2 года, после которых ожидается стабилизация показателей. В силу высокой неопределенности и изменчивости ситуации, прогнозы основных показателей могут быть еще раз скорректированы ответственными ведомствами в августе.

Как ожидается, в ближайшие месяцы ситуация в реальном секторе экономики будет определяться в первую очередь внешнеторговым балансом. ВВП за 2022 г. в рамках базового прогноза снизится на 7,8%, так как в условиях роста безработицы и падения реальных располагаемых доходов просядут розничная торговля и платные услуги населению. Ожидается, что инвестиции в основной капитал снизятся почти на 20% в силу ограничений на импорт и высокую неопределенность. ВВП должен вернуться на траекторию роста в 2024 г.

Инфляция оставалась на повышенных уровнях с конца прошлого года и дополнительно ускорилась в марте на фоне изменения валютного курса и ажиотажного спроса на некоторые категории товаров. В 1К потребительская инфляция составила 11,5% и 17,8% в апреле. Продовольственная инфляция при этом демонстрировала еще более серьезный рост с показателем на уровне 13,5% в 1К и 20,5% в апреле. После принятия ряда регулирующих мер и волны укрепления рубля инфляция замедлила темпы до 0,12% в первую неделю мая и перешла в дефляцию в период с 14 по 20 мая. Текущий прогнозный диапазон Банка России на 2022 г. подразумевает инфляцию в диапазоне 18-23%, а затем 5-7% в 2023 г. и целевой уровень в 4% с 2024 г. В базовом сценарии Минэкономразвития инфляция 2022-2023 г. составляет 17,5% и 6,1% соответственно. Вероятно, динамика продовольственной инфляции продолжит опережать общий

Динамика сопоставимых продаж в 1К 2022 г.

LFL	1К 2021	2К 2021	3К 2021	4К 2021	1К 2022
Сопоставимые продажи	4,1%	5,2%	8,6%	9,9%	11,1%
Средний чек	14,9%	-4,4%	8,3%	10,7%	12,0%
Число чеков	-9,4%	10,0%	0,3%	-0,7%	0,8%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура розничных продаж Магнита в 1К 2022 г., млн руб.

Структура розн. выручки, млн руб.	1К 2021	1К 2022	+/-
Розничная выручка	387 899	534 824	37,9%
Магазины "У дома"	299 942	358 232	19,4%
%	77,3%	67,0%	-10,3 п.п.
Супермаркеты	50 115	53 751	7,3%
%	12,9%	10,1%	-2,9 п.п.
Магазины косметики	35 011	45 927	31,2%
%	9,0%	8,6%	-0,4 п.п.
Прочие форматы	2 831	2 836	0,2%
%	0,7%	0,5%	-0,2 п.п.
Дикси	0	74 078	
%	0,0%	13,9%	

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты Магнита в 1К 2022 г., млн руб.

Финансовые показатели, млн руб.	1К 2021	1К 2022	+/-
Выручка	397 899	547 708	37,7%
Розничная выручка	387 899	534 824	37,9%
Оптовая выручка	9 999	12 883	29,0%
Валовая прибыль	92 039	126 752	37,7%
Рентабельность валовой прибыли	23,1%	23,1%	0,0 п.п.
ЕБИТДА	21 678	37 662	36,1%
Рентабельность ЕБИТДА	7,0%	6,9%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	10 875	10 905	0,3%
Рентабельность чистой прибыли	2,7%	2,0%	-0,7 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности целевой цены

WACC/TGR	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
13,2%			9 250		
14,2%			8 096		
15,2%	6 687	6 916	7 163	7 432	7 725
16,2%			6 318		
17,2%			5 619		

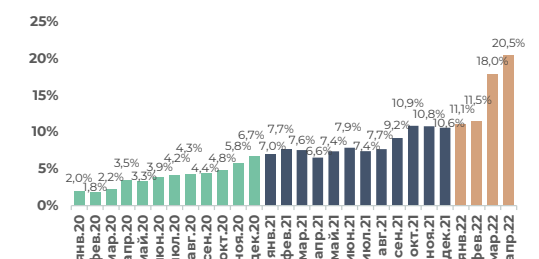
Оценка: Велес Капитал

Динамика ВВП России с прогнозом до 2025 г.



Источник: Минэкономразвития; оценка: Велес Капитал

Продовольственная инфляция в России с 2020 г. по месяцам г/г



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



рост цен. Инфляционные ожидания населения после пика в марте на уровне 18,3% уже в апреле снизились до 12,5%, что было связано со стабилизацией курса рубля и более позитивными ожиданиями населения относительно будущего экономики страны. В мае снижение инфляционных ожиданий продолжилось, и показатель составил 11,5%. При этом наблюдаемая инфляция в мае ускорилась и достигла 25,1%, максимального значения с 2015 г. Изменение инфляционных ожиданий и наблюдаемой инфляции были однонаправленными в группах без сбережений и обладающих сбережениями. Общая склонность населения к сбережению продолжает увеличиваться, а экономическая активность остается низкой. Ценовые ожидания предприятий находились на максимумах за все время наблюдений в марте и апреле, но заметно снизились в мае, вернувшись к показателям начала года.

Реальные располагаемые доходы населения уже в 1К перешли к снижению и упали на 1,2%. По итогам года ожидается их снижение в базовом сценарии почти на 7% и постепенный восстановительный рост с 2023 г. Номинальная заработная плата, как прогнозируется, продолжит расти в текущем году, но в реальном выражении снизится почти на 5%. Также, в том числе на фоне ухода большого числа западных компаний, в прогнозах учтен рост безработицы с 4,8% в 2021 г. до 6,7% в 2022 г. К прежним уровням показатель может вернуться только к 2025 г. После резкой просадки в марте индексы потребительской уверенности и ожиданий ЦБ РФ заметно улучшились в апреле-мае, однако индекс личного материального положения остается на крайне низких уровнях. Индекс материального положения оценивает текущее финансовое состояние респондентов, и по итогам последнего опроса он находился на минимуме с 2016 г.

По совокупности факторов в Минэкономразвития ожидают падение оборота розничной торговли в 2022 г. (без учета роста цен) около 9%. Восстановление до прежнего уровня может занять не менее 3 лет. Крупные сети, торгующие продуктами питания, в этих условиях будут более устойчивыми, чем прочие игроки. Основной удар придется на малых ритейлеров и традиционную торговлю, а также менее востребованные форматы. Федеральные сети последние годы формировали основной рост рынка розничной торговли продуктами питания в России, постепенно наращивая свою долю. При этом потенциал консолидации остается, так как доля традиционного ритейла в России по разным оценкам составляет 20-25%, а, например, в Польше всего 10%. Доля топ-5 сетей в России за 2021 г. составляла около 35% против 60% в Польше и Великобритании или 75% в Германии. За счет большей эффективности федеральные сети продолжают расширяться и тем самым будут частично нивелировать негативные эффекты, связанные с ухудшением платежеспособного спроса.

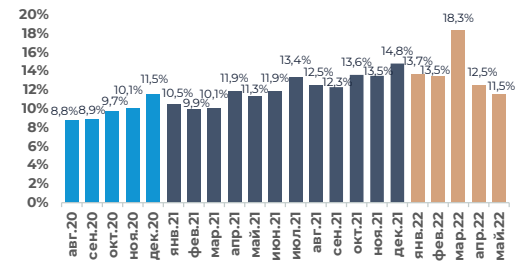
Приверженность плану

Открытия

Мы полагаем, что в этом году компания откроет чуть более 900 магазинов gross во всех форматах. Изначально планы ритейлера подразумевали расширение на уровне 2 тыс. магазинов, но они были пересмотрены. Одной из основных причин пересмотра стал резкий рост ставок в экономике после чего компании стало сложно обеспечивать должный возврат инвестиций при запуске новых точек. Магнит много открывал в 1К так как магазины уже были в утвержденном финансовом плане и продолжил открывать магазины в течение 2К, пусть и меньшими темпами. Если бы ситуация со ставками не изменилась, начиная с 3К ритейлер мог снизить открытия почти до нуля. Сейчас, так как процентные ставки снижаются и эта тенденция, скорее всего, продолжится Магнит перейдет к избирательному открытию магазинов с тщательным выбором локаций. Большая часть новых магазинов будет запущена в 2 основных форматах, среди которых магазины «у дома» (включая дискаунтеры) и магазины косметики.

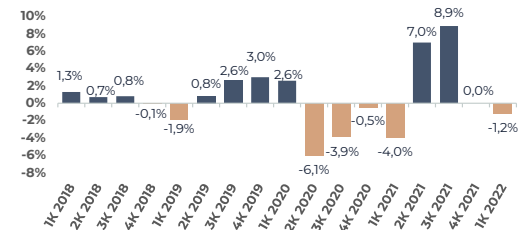
Отдельно стоит упомянуть Дикси. В 1К Магнит произвел заметную сортировку магазинов Дикси, закрыв или переделав неэффективные точки. Этот процесс может продолжиться в будущих периодах, хотя мы не думаем, что он будет масштабным. Одной из заявленных целей является трансформация сети супермаркетов Мегамарт, после которой часть магазинов перейдут под бренд Магнит в том же формате, а часть

Инфляционные ожидания населения в России, ФОМ медиана, следующие 12 мес.



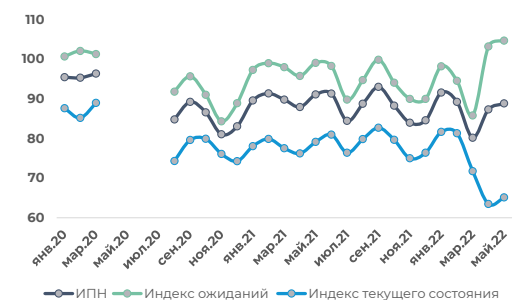
Источник: ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал

Динамика реальных располагаемых денежных доходов населения, новая методология, г/г



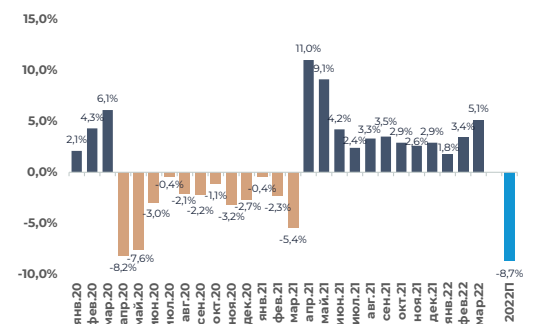
Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Индексы, отражающие потребительские настроения россиян



Источник: ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал

Динамика оборота розничной торговли продовольственными товарами в сопоставимых ценах с прогнозом на 2022 г., г/г



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



переделают в «сцепку» малых форматов (магазин «у дома» и дрогерии).

Начиная со следующего года мы ждем возвращения Магнита на обозначенную в рамках стратегии траекторию открытий. То есть ритейлер будет вводить примерно по 1 тыс. магазинов «у дома», 300-600 дискаунтеров, 700-800 магазинов косметики и 5-10 супермаркетов. Пока мы не закладываем изменений в этом плане, в частности не прогнозируем отклонений в форматной структуре бизнеса. Такие показатели дают компании рост торговой площади в этом году около 3% г/г и среднее значение 5,7% г/г в следующие 4 года.

Продажи

Из динамики торговой площади видно, что основную часть роста выручки в этом году обеспечат сопоставимые продажи. Наш прогноз подразумевает, что выручка Магнита увеличится в 2022 г. на 22,5% г/г, а средний рост за 5 лет будет на уровне 10,6%. Без учета Дикси рост в текущем году может составить немного более 14% г/г. Продовольственная инфляция, которую мы видим ближе к 20% по итогам года, будет основным триггером роста LFL-продаж начиная со 2К. Ажиотажный спрос, по сути, ушел как определяющий фактор в апреле, что Магнит отражал, комментируя свои результаты в первые месяцы года. В ходе презентации стратегии менеджмент компании отметил, что видит долгосрочный потенциал улучшения плотности продаж, который, по нашему мнению, сохраняется и сейчас. Сравнительный эффект от консолидации Дикси заметно уменьшится в 3К 2022 г. и полностью исчезнет в 4К, что приведет к замедлению темпов роста продаж. Доля Магнита на рынке розничной торговли продуктами питания продолжит расти за счет дальнейшей экспансии в регионах присутствия.

Дикси

По плану интеграция бизнеса Дикси должна завершиться примерно в 1-й половине 2023 г. Возможно, Магнит ускорит этот процесс на фоне текущих событий и завершит необходимые мероприятия быстрее. Благодаря интеграции и достижению синергии Магнит намеревался обеспечить рост EBITDA приобретенного бизнеса более 25% в 2022 г., что должно положительно отразиться и на рентабельности всего бизнеса в целом.

Рентабельность

Магнит озвучивал довольно четкий план по улучшению рентабельности до 2025 г. и далее, который подразумевал рост маржинальности EBITDA выше 8%. Движение должно было быть постепенным с улучшением на уровне 10-15 б.п. в год. Мы полагаем, что в основном этот план остается жизнеспособным, и компания продолжит его реализовывать. Мы полагаем, что Магнит достигнет рентабельности EBITDA 7,9% в 2025 г. и 8% в 2026 г. В текущем году мы закладываем, что ритейлер сохранит уровень рентабельности валовой прибыли и EBITDA на уровне 2021 г. в 7,2%, хотя предполагаем возможность улучшения показателей. Мешать росту маржи в этом году в частности может пристальное внимание регулирующих органов. Если говорить о конкретных факторах, то ритейлеры пока стабильно переносят инфляцию на полку, что снимает давление с рентабельности. Многие поставщики и крупнейшие сети значительно сократили масштабы промо. Этот фактор может оказывать опосредованное давление через сокращение бэк-маржи, но пока ритейлерам вполне удастся компенсировать подобное влияние. Ценовая конкуренция остается здоровой, благодаря чему формируется благоприятная среда на рынке. В будущем мы ожидаем постепенного возобновления промо поставщиками, после чего его вернут и розничные сети. Удорожание логистики и более высокие товарные потери являются негативными факторами для валовой маржи, но у Магнита есть возможность их нивелировать на фоне продвижения в процессе интеграции Дикси. Именно валовая маржа остается для Магнита основным источником будущего роста рентабельности EBITDA.

Денежные потоки и дивиденды

Расширение бизнеса в совокупности с улучшением рентабельности позволят компании получать стабильные растущие денежные потоки. Потенциально, это касается и текущего года, так как мы ожидаем,

Открытия новых магазинов Магнит нет в основных форматах, шт.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика количества магазинов Магнит и совокупной торговой площади (сверху), тыс. шт. и тыс. кв. м.



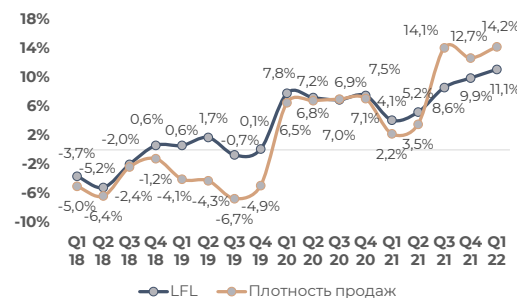
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Соотношение темпов роста продаж и торговой площади



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика сопоставимых продаж и плотности продаж на кв. м. торговой площади



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



что бизнес будет расти, рентабельность останется на высоком уровне, а капитальные затраты сильно сократятся. Денежная позиция Магнита по итогам года может быть крайне сильной. Уже в 1К компания сообщила о том, что денежные средства на балансе практически достигли 100 млрд руб. С учетом того, что мы не ожидаем выплаты дивидендов в этом году, денежная позиция имеет явный потенциал дальнейшего улучшения. На наш взгляд, компания может вернуть дивидендные выплаты в следующем году, и они составят не менее 60 млрд руб.

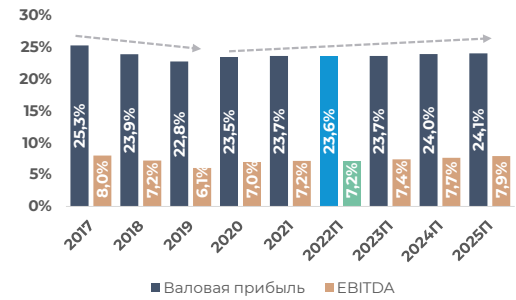
Капитальные затраты

Согласно нашей оценке, капитальные затраты Магнита в этом году составят 47 млрд руб. против первоначального плана в 80-85 млрд руб. Это существенно меньше показателя прошлого года, когда компания потратила почти 67 млрд руб. Подобная динамика связана со значительным снижением темпов открытий и обновлений магазинов, а также переносом некоторых, ранее запланированных, инвестиционных проектов. В частности, мы ожидаем, что ритейлер обновит не более 200 магазинов в течение года, против 700 в 2021 г. Изначальный план обновлений подразумевал проведение работ примерно в 900 магазинах во всех форматах. Восстановление темпов открытий и обновлений, а также реализация отложенных инвестиций может привести к значительному росту затрат в следующем году. В период 2023-2026 гг. уровень капитальных затрат, по нашему мнению, составит не менее 80 млрд руб. в год, что вполне вписывается в стратегию Магнита до 2025 г. Компания намеревалась обеспечить CAPEX на прогнозном горизонте не более 4% от выручки.

M&A

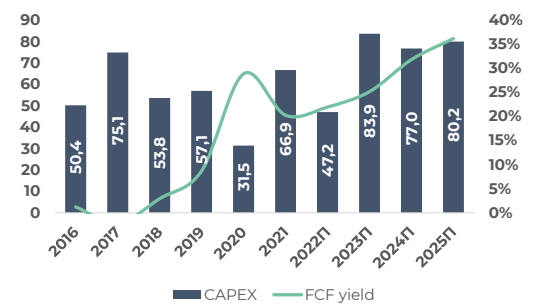
В данный момент мы не видим на рынке доступной для Магнита крупной цели поглощения. Однако компания, скорее всего, продолжит расширяться за счет приобретения малых игроков. В 2020-2021 г. Магнит поглотил 4 региональных сети с более чем 250 торговыми точками. Эти приобретения были намного менее заметными, чем покупка Дикси, но отражают основную стратегию расширения крупных федеральных игроков. Также Магнит может рассматривать покупку производственных мощностей, как ритейлер, обладающий специфическим опытом развития и использования подобных активов. В частности, речь может идти о покупке мощностей уходящих из России брендов. Мы ожидаем, что органический рост останется основой экспансии Магнита, а сделки в регионах будут скорее дополнением.

Динамика рентабельности компании на уровне валовой прибыли и EBITDA



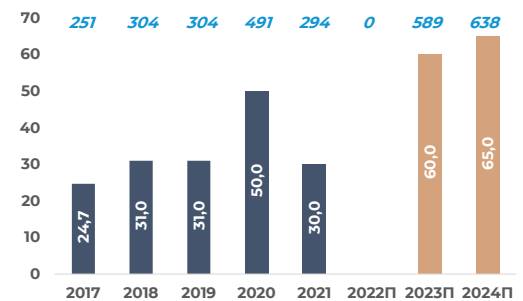
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Капитальные затраты (млрд руб.) и доходность свободного денежного потока (%)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Рекомендованные дивиденды за финансовый год (млрд руб.) и дивиденды на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Рыночная капитализация и сравнительные мультипликаторы
Магнита, млн долл. (IFRS 16)

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Магнит	Россия	7 676	15 452	0,4	0,4	0,4	3,6	3,2	2,9	7,1	5,5	4,8
Компании развивающихся рынков (EM)												
Dino Polska	Польша	6 757	7 112	1,7	1,4	1,1	18,5	14,6	11,7	28,5	22,0	17,6
Eurocash SA	Польша	369	1 112	0,2	0,2	0,2	6,1	6,0	5,7	88,0	60,0	21,5
Jeronimo Martins	Польша	12 794	14 796	0,6	0,6	0,5	8,1	7,4	6,8	22,6	19,6	17,3
BIM Biresik	Турция	3 175	3 522	0,5	0,4	0,3	5,8	4,5	3,7	10,3	7,9	6,3
Walmart de Mexico	Мексика	64 625	64 701	1,6	1,5	1,3	14,4	12,9	12,0	25,6	23,2	21,0
SPAR Group	Ю. Африка	1 872	3 306	0,4	0,3	0,3	8,4	7,8	8,0	10,9	9,7	9,0
Shoprite Holdings	Ю. Африка	8 156	10 107	0,8	0,8	0,7	8,8	8,0	8,3	20,3	17,8	16,6
Woolworths	Австралия	30 190	37 555	0,9	0,8	0,8	10,7	9,8	9,2	29,3	24,7	22,9
Americanas	Бразилия	3 853	6 301	0,9	0,8	0,7	7,4	6,0	5,3	56,5	25,5	12,8
CP All	Таиланд	17 256	33 514	1,4	1,3	1,2	16,0	14,4	12,8	35,5	26,8	21,6
Cencosud	Чили	4 587	8 239	0,6	0,6	0,5	5,1	5,1	5,1	6,9	7,2	7,0
Yonghui Superstores	Китай	5 904	9 885	0,7	0,7	0,6	20,4	16,3	15,8	55,5	31,1	24,8
Медиана				0,8	0,7	0,7	8,6	7,9	8,1	27,1	22,6	17,4
Среднее				0,9	0,8	0,7	10,8	9,4	8,7	32,5	23,0	16,5
Компании развитых рынков (DM)												
Walmart	США	354 090	418 054	0,7	0,7	0,7	11,4	10,8	10,1	20,1	18,8	17,4
Target	США	75 063	91 273	0,8	0,8	0,8	9,6	8,2	7,6	15,2	12,4	11,4
Costco	США	206 549	204 299	0,9	0,8	0,8	20,8	18,8	17,1	35,6	32,3	29,2
Kroger	США	38 188	56 784	0,4	0,4	0,4	8,0	7,8	7,7	13,7	13,6	13,6
Tesco	Великобр.	24 721	38 198	0,5	0,5	0,5	6,8	6,6	6,4	12,3	11,9	11,3
Sainsbury	Великобр.	6 762	14 778	0,4	0,4	0,4	5,3	5,2	5,2	10,5	9,8	10,2
Carrefour	Франция	15 505	29 896	0,4	0,3	0,3	5,7	5,3	5,1	11,0	9,7	9,3
Metro	Германия	3 318	7 704	0,3	0,3	0,3	5,5	5,6	5,4	68,9	23,3	20,1
Ahold Delhaize	Нидерланды	28 874	33 322	0,4	0,4	0,4	4,8	4,7	4,6	12,2	11,9	11,7
Loblaw	Канада	30 727	42 085	1,0	1,0	0,9	9,1	8,8	8,3	18,6	17,4	18,0
Colruyt	Бельгия	4 360	4 657	0,4	0,4	0,4	5,8	5,5	5,3	13,2	12,1	11,3
Медиана				0,4	0,4	0,4	6,8	6,6	6,4	13,7	12,4	11,7
Среднее				0,6	0,5	0,5	8,4	7,9	7,5	21,0	15,8	14,9



Финансовая модель Магнита

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Выручка, в т.ч.:	1 856 079	2 273 900	2 490 211	2 676 982
Розничные продажи	1 807 752	2 218 846	2 429 651	2 610 366
Оптовые продажи	48 327	55 054	60 560	66 616
Себестоимость продаж	(1 416 815)	(1 736 233)	(1 900 427)	(2 034 933)
Валовая прибыль	439 264	537 667	589 783	642 049
SG&A	(356 962)	(429 153)	(461 568)	(497 134)
EBITDA	214 220	264 828	297 253	327 278
Амортизация и корректировки	(105 323)	(120 991)	(130 307)	(140 726)
ЕВИТ	108 897	143 837	166 946	186 552
Прочие доходы/расходы	(46 297)	(57 629)	(55 117)	(57 953)
Прибыль до налогообложения	62 600	86 208	111 830	128 599
Налог на прибыль	(14 494)	(20 075)	(26 041)	(29 946)
Чистая прибыль	48 106	66 133	85 788	98 652

Баланс, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Внеоборотные активы	889 346	890 490	920 228	933 650
Основные средства и НМА	488 843	483 129	509 872	524 708
Прочие внеоборотные активы	400 502	407 361	410 356	408 943
Оборотные активы	320 098	400 653	493 761	597 176
Оборотные активы	246 410	256 451	294 396	317 165
Краткосрочные инвестиции и прочие	290	290	290	290
Денежные средства и эквиваленты	73 399	143 912	199 076	279 721
Итого активы	1 209 444	1 291 143	1 413 989	1 530 826
Средства акционеров	178 985	215 118	240 907	274 559
Акционерный капитал	178 985	215 118	240 907	274 559
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	615 419	678 186	740 952	803 719
Долгосрочные кредиты и займы	205 287	205 287	205 287	205 287
Прочие долгосрочные обязательства	410 132	472 899	535 666	598 433
Краткосрочные обязательства	415 040	397 839	432 130	452 547
Краткосрочные кредиты и займы	65 139	65 139	65 139	65 139
Оборотные обязательства	256 378	239 177	273 468	293 886
Прочие КО	93 522	93 522	93 522	93 522
Итого обязательства и средства	1 209 444	1 291 143	1 413 989	1 530 826

Движение денежных средств, млн	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Операционная деятельность	169 470	159 882	212 442	237 027
Прибыль до налогообложения	62 600	86 208	111 830	128 599
Налоги и проценты	(64 388)	(20 075)	(26 041)	(29 946)
Корректировки	152 759	120 991	130 307	140 726
Изменение оборотного капитала	18 499	(27 242)	(3 654)	(2 352)
Инвестиционная деятельность	(126 689)	(59 368)	(97 278)	(91 382)
Приобретение внеоборотных активов	(51 731)	(47 185)	(83 936)	(77 038)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(7 094)	(12 184)	(13 343)	(14 343)
Прочее	(67 864)	0	0	0
Финансовая деятельность	(14 082)	(30 000)	(60 000)	(65 000)
Изменение долга	80 753	0	0	0
Обратный выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(48 115)	(30 000)	(60 000)	(65 000)
Прочее	(46 720)	0	0	0
Изменение денежных средств	28 699	70 514	55 163	80 645

WACC	
Безрисковая ставка	10,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	3,0%
Стоимость СК	20,0%
Beta	1,0
Стоимость долга	8,8%
Доля СК	64%
Доля долга	36%

WACC	
	15,2%

Свободный денежный поток	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2024 (П)
ЕВИТ	98 528	113 984	128 547	145 915
НОРАТ	76 506	88 298	99 579	113 033
Амортизация	65 082	70 536	76 546	81 530
Кап. затраты	47 185	83 936	77 038	80 231
Изменение ОК	27 242	3 654	2 352	2 832
Свободный денежный поток (FCFF)	67 161	71 244	96 735	111 500

Оценка стоимости акций, млн руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	298 540
Терминальная стоимость (+)	995 707
Справедливая стоимость бизнеса	790 018
Чистый долг (-)	228 300
Доля миноритарных акционеров (-)	0
	01.01.2022 01.06.2022 12mo
Справедливая стоимость акц. капитала	561 718
Количество акций	608 453
Справедливая стоимость акции, руб.	7 163

Рыночные мультипликаторы, x	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EV/Sales (IAS 17)	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (IAS 17)	5,5	3,5	2,8	2,2
EV/EBIT (IAS 17)	9,2	5,9	4,6	3,5
P/E (IAS 17)	10,4	7,9	6,2	5,4
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3
FCF Yield	20%	22%	25%	32%
EPS (IAS 17), руб.	528	590	750	866

Коэффициенты	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Рентабельность валовой прибыли	23,7%	23,6%	23,7%	24,0%
Рентабельность EBITDA pre LTI	11,6%	11,7%	12,0%	12,3%
Рентабельность EBITDA	11,5%	11,6%	11,9%	12,2%
Рентабельность чистой прибыли	2,6%	2,9%	3,4%	3,7%
ROE	26,6%	33,6%	37,6%	38,3%
ROA	4,5%	5,3%	6,3%	6,7%
ROIC	16,3%	23,6%	29,5%	40,1%
Чистый долг/EBITDA (IAS 17), x	1,5	0,8	0,4	0,0



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

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 должен 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 отчете.

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 отчете, 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 отчете, 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 2022 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 более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

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 аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Ярослав Калугин
Трейдер
YKalugin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Металлы и добыча
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча
EGazizova@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