



29 марта 2021 г.

# Магнит (MGNT)

Цель: 6 314 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин  
AMykhailin@veles-capital.ru

## Первые итоги трансформации

Прошедший год однозначно можно считать наиболее успешным для Магнита за последнее время. Темпы роста продаж были самыми высокими за 5 лет, а рентабельность стабилизировалась после цикла снижения, и все это — при практически отсутствующем росте торговой площади. На фоне успеха 2020 г. Магнит презентовал стратегию, которая отразила взгляд обновлённого руководства на будущее компании. Рост бизнеса должен продолжиться, но основной целью становится достижение высокой доходности и обеспечение соответствующего возврата инвесторам. На наш взгляд, продемонстрированную в прошлом году динамику сложно объяснить только эффектами пандемии и низкой базой сравнения, хотя они несомненно сыграли свою роль. Мы полагаем, что происходящая трансформация уже начала приносить первые плоды, а новая стратегия обозначает основные контрольные точки и делает инвестиционный профиль компании более ясным. Мы меняем нашу рекомендацию для акций Магнита с «Держать» на «Покупать» и устанавливаем целевую цену в **6 314 руб.** за бумагу.

В текущем году мы ожидаем роста продаж ритейлера на 7,8% г/г, даже несмотря на эффект высокой базы сравнения, который был создан пандемией. Магнит должен открыть порядка 2 тыс. магазинов (gross), что, согласно нашим расчетам, по нашим расчетам, позволит наращивать торговую площадь с CAGR на уровне 6,1%. Мы ожидаем сохранения роста LFL и плотности продаж, что в совокупности с увеличением торговой площади должно обеспечить рост выручки 2021-2025 гг. с CAGR 7,3%. Компания прогнозирует постепенное увеличение рентабельности EBITDA до 8%, но мы ожидаем, что это произойдет только к концу прогнозного периода. В 2021-2023 гг. рентабельность EBITDA, скорее всего, будет оставаться ниже 7,5%. CAPEX в период 2022-2025 гг. мы закладываем на уровне 67-72 млрд руб. против 56 млрд руб. средних затрат в предыдущие 5 лет.

Согласно стратегии, в период 2021-2025 гг. Магнит будет открывать 1-1,5 тыс. магазинов «у дома», 0,75-1 тыс. магазинов дрогери и 5-15 супермаркетов. Такие темпы открытий, по нашим расчетам, позволят наращивать торговую площадь с CAGR на уровне 6,1%. Мы ожидаем сохранения роста LFL и плотности продаж, что в совокупности с увеличением торговой площади должно обеспечить рост выручки 2021-2025 гг. с CAGR 7,3%. Компания прогнозирует постепенное увеличение рентабельности EBITDA до 8%, но мы ожидаем, что это произойдет только к концу прогнозного периода. В 2021-2023 гг. рентабельность EBITDA, скорее всего, будет оставаться ниже 7,5%. CAPEX в период 2022-2025 гг. мы закладываем на уровне 67-72 млрд руб. против 56 млрд руб. средних затрат в предыдущие 5 лет.

Мы полагаем, что Магнит способен направлять на дивиденды порядка 50 млрд руб. ежегодно, что трансформируется в 491 руб. на акцию и доходность в 9,3% при текущей цене. Устойчивость высоких дивидендных выплат может быть обеспечена ростом бизнеса, улучшением рентабельности, стабильным уровнем капитальных затрат, улучшением оборотного капитала и низкой долговой нагрузкой. Мы не ожидаем в ближайшем будущем начала обратного выкупа акций и полагаем, что компания сосредоточится на дивидендах в качестве основного инструмента обеспечения возврата инвесторам.

После периода бурного роста котировок в 2020 г. Магнит сравнялся со своим основным конкурентом X5 Retail Group по мультипликатору EV/EBITDA на уровне 5,2x и опережает операторов гипермаркетов. Помогло и то, что котировки X5 Retail демонстрировали слабую динамику в последнее время без видимых фундаментальных причин. В целом отечественные продуктовые ритейлеры торгуются дешевле мировых аналогов по EV/EBITDA и P/E как в сравнении с компаниями развивающихся рынков, так и развитых. Мы оценивали акции Магнита при помощи 5-летней DCF-модели с WACC на уровне 12,6% и ставкой терминального роста в 3%. Денежные потоки для оценки были рассчитаны

### Динамика индексов и акций Магнита



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Информация об акциях компании

MGNT

Тикер на МосБирже

5 315

Текущая цена, руб.

3 020/5 749

Мин/макс цена, 12м

6 314

Справедливая цена

18,8%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

### Структура капитала Магнита (примерная оценка на конец 2020 г.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Операционные результаты компании за 2020 г.

Магазины, шт.	2019	2020	+/-
Суммарно:	20 725	21 564	4,0%
Магазины "У дома"	14 622	14 911	2,0%
Открыто (net)	1 195	289	-75,8%
Супермаркеты	473	470	-0,6%
Открыто (net)	6	-3	-150,0%
Магазины косметики	5 630	6 183	9,8%
Открыто (net)	1 178	553	-53,7%

Торговая площадь, тыс. кв. м

7 238

7 496

3,6%

Удельная выручка, тыс. руб./кв. м

184

201

9,4%

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



на основе IAS 17, так как основные ориентиры по-прежнему предоставляются в старом стандарте, и он все еще используется ритейлерами для целей управленческого учета. Приведенные на [данной](#) странице результаты рассчитаны с учетом МСФО 16.

## Преобразование

На протяжении последних лет у Магнита уже дважды обновлялась управленческая команда, а также менялась стратегия трансформации. В 2019-2020 гг. процесс, на наш взгляд, стал более согласованным, целенаправленным и структурированным, а компания уже может похвастаться первыми результатами. **Менеджмент отмечает несколько ключевых достижений: повышение плотности продаж во всех форматах, увеличение рентабельности, улучшение цикла оборотного капитала, снижение долговой нагрузки, улучшение генерации денежного потока и почти двукратный рост ROIC.** В 2020 г. компании удалось получить FCF в размере 85 млрд руб. против -1,3 млрд руб. в 2019 г. ROIC увеличился, согласно нашим расчетам, с 7,1% до 14,5%. Благодаря сильному денежному потоку долговая нагрузка сократилась с 2,1x до 1,1x ND/EBITDA. **Снижение долговой нагрузки, высокий FCF и сравнительно небольшой CAPEX потенциально позволяют компании выплатить рекордные дивиденды за 2020 г., которые мы оцениваем в 50 млрд руб.**

Для достижения этих результатов требовалось провести комплексную работу сразу по нескольким направлениям, которые во многом пересекаются с долгосрочной мотивационной программой топ-менеджеров и установленными в ней KPI.

Одной из основных целей было улучшить динамику сопоставимых продаж. С 2016 по 2019 г. Магнит демонстрировал отрицательную динамику LFL или показатель был близок к нулю. **В прошлом году компания продемонстрировала рост сопоставимых продаж более чем на 7%, что стало лучшим результатом с 2014 г. и самым высоким показателем у публичных продуктовых ритейлеров в России за этот период.** Трафик оставался в отрицательной зоне, но по большей части мы считаем это эффектом пандемии. **Влияние COVID-19 на сопоставимые продажи за прошедший год группа оценивает примерно в +3,5 п.п. к росту показателя (+2,2% в 4К).** В январе и феврале 2020 г., когда пандемия еще не оказывала влияния, LFL-продажи росли на 4–6% г/г (mid-single digit). Для улучшения динамики продаж в зрелых магазинах требовалось устранить отток трафика, существенно доработать CVP и потребительский опыт.

Согласно комментариям представителей Магнита, первый блок действий включал доработку проекта редизайна магазинов, кластеризацию торговых точек, работу с ассортиментом и промо, улучшение доступности товаров на полке и качества продукции. В частности, требовалось улучшить коммуникации с поставщиками, ввести отслеживание качества входящих партий в РЦ и на местах, ускорить цепочки поставок и улучшить логистику. Кластеризация подразумевала разделение магазинов с учетом их расположения (мегаполис, город, деревня) и применение отдельных подходов к ассортименту, промо, миксу ценовых сегментов, коммуникации и дизайну. Был изменен подход к организационной структуре, в частности усилена форматная экспертиза, сделан переход на децентрализованную модель управления, трансформирован коммерческий блок с выделением команды закупок. Стратегия в отношении различных форматов была изменена и появились независимые команды с отдельными бюджетами и спецификой. Для развития локального предложения были созданы команды категорийных менеджеров. В 2019 г. Магнит с опозданием от конкурентов все же запустил программу лояльности, которая по итогам 2020 г. действовала уже во всех торговых форматах ритейлера и насчитывала 43 млн зарегистрированных клиентов. Доля продаж с использованием карт достигла 70%, а проникновение в чеках — 55%. Раскатка программы позволяет существенно увеличить объем поступающих данных о предпочтениях покупателей, что улучшает работу с ассортиментом и промо. В долгосрочной перспективе программа лояльности должна стать основой для полностью персонализированных предложений.

Продолжением кластеризации также является запуск и пилотирование новых для Магнита сегментов. Наиболее успешными из них на данный

## Динамика сопоставимых продаж в 2020 г.

LFL	4К 2019	1К 2020	2К 2020	3К 2020	4К 2020
Сопоставимые продажи	0,1%	7,8%	7,2%	6,9%	7,5%
Средний чек	0,3%	3,7%	2,7%	12,4%	16,3%
Число чеков	-0,2%	4,0%	-14,0%	-4,9%	-7,6%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Структура розничных продаж Магнита в 2020 г., млн руб.

Структура розн. выручки, млн руб.	2019	2020	+/-
Розничная выручка	1 332 929	1 510 071	13,3%
Магазины "У дома"	1 020 400	1 161 295	13,8%
%	76,6%	76,9%	0,3 п.п.
Супермаркеты	200 096	203 541	1,7%
%	15,0%	13,5%	-1,5 п.п.
Магазины косметики	109 670	134 272	22,4%
%	8,2%	8,9%	0,7 п.п.
Прочие форматы	2 763	10 963	296,8%
%	0,2%	0,7%	0,5 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Финансовые результаты Магнита в 2020 г., млн руб.

Финансовые показатели, млн руб.	2019	2020	+/-
Выручка	1 368 705	1 553 777	13,5%
Розничная выручка	1 332 929	1 510 071	13,3%
Оптовая выручка	35 777	43 707	22,2%
Валовая прибыль	311 999	365 729	17,2%
Рентабельность валовой прибыли	22,8%	23,5%	0,7 п.п.
EBITDA	83 112	109 410	31,6%
Рентабельность EBITDA	6,1%	7,0%	1 п.п.
Чистая прибыль	17 108	37 781	120,8%
Рентабельность чистой прибыли	1,2%	2,4%	1,2 п.п.

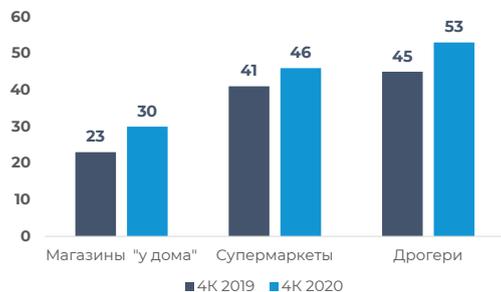
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Поквартальная динамика сопоставимых продаж и плотности продаж Магнита



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## NPS в магазинах Магнита разных форматов



Источник: GFK; оценка: Велес Капитал



момент являются дискаунтер с высокой долей СТМ Моя цена, киоск Магнит Go и небольшой магазин для крупных городов Магнит Сити. На конец года действовало 23 дискаунтера, 1 киоск и 9 городских магазинов. Все пилоты должны быть расширены в текущем году. Подход к супермаркетам и гипермаркетам был значительно пересмотрен, включая концепцию редизайна. Магнит решил не отказываться от развития крупных форматов, даже несмотря на спорные перспективы сегмента.

**Редизайн магазинов «у дома» и супермаркетов, согласно данным компании, обеспечивает прирост LFL-продаж в +16%.** На конец 2020 г. процесс обновления прошли 72% магазинов «у дома», 29% супермаркетов и 56% магазинов косметики.

На собственные торговые марки к 2025 году должно приходиться порядка 25% продаж против примерно 10% в прошлом году. Магнит ставит целью обеспечить абсолютную доступность СТМ во всех магазинах, а рост доли СТМ в продажах, в том числе, положительно сказывается на маржинальности.

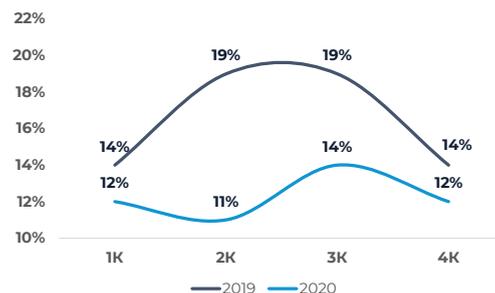
Еще одной базовой целью менеджмента стало повышение общей эффективности бизнеса и его доходности. Требовалось добиться улучшения рентабельности EBITDA, которая постепенно сокращалась с 2014 г. вплоть до 6,1% в 2019 г., когда происходила распродажа пассивной матрицы. **По итогам 2020 г. маржинальность EBITDA возросла до 7% (+1 п.п. г/г) и была в каждом квартале лучше показателя прошлого года.** Текущая цель — достичь рентабельности EBITDA в 8% ближе к 2025 г.

Работа по данному направлению требует увеличения плотности продаж, в том числе за счет улучшения динамики LFL. **Плотность продаж на кв. м. торговой площади в 2020 г. возросла впервые за последние 5 лет и сразу более чем на 5% г/г.** Для улучшения валовой маржи необходимо снизить списания и затраты на логистику, повысить качество промоакций, а также их фондирование и ценообразование. Отдельной категорией является работа с персоналом, снижение среднемесячной текучести (особенно линейных сотрудников) и увеличение производительности труда. В магазинах требовалось уменьшить затраты на кв. м., в том числе за счет снижения арендных ставок и тщательного контроля SG&A. Требования к доходности при открытии магазинов увеличились до 25% IRR (в ряде регионов более 30%), что, по словам менеджмента, выше среднего по отрасли. **Неэффективные точки были по большей части закрыты в 2020 г. (более 450 ед.), что должно было заметно снизить процент магазинов в EBITDA Clinic. Окупаемость новых открытий (ROI) за 2020 г. составила около 40%.** Цифровизация будет оказывать дополнительное положительное воздействие на рентабельность в будущих периодах. На повестке интеграция систем планирования ресурсов предприятия (ERP), управления человеческим капиталом, прогнозирования и пополнения запасов, а также управления складом и перевозками.

Отдельным приоритетом было высвобождение части средств из оборотного капитала. **За 2020 г. оборачиваемость запасов, согласно нашим расчетам, снизилась с 73 до 68 дней. Суммарно за год удалось высвободить из оборотного капитала порядка 30,5 млрд руб.,** что положительно отразилось на свободном денежном потоке. На 2021-2025 гг. цель компании сократить оборачиваемость запасов еще на 3-5 дней для продовольственного бизнеса и на 10-15 дней для дрoгери.

Магнит сильно отстал от ближайших конкурентов с запуском e-commerce, но в 2020 г. начал активно масштабировать проекты в этой сфере. Для построения онлайн-торговли была приглашена команда опытных топ-менеджеров из онлайн-ритейлера Lamoda. На февраль текущего года группа по всем каналам обрабатывала 8,6 тыс. заказов в день со средним чеком 1,1 тыс. руб. Run-rate выручки составлял 3,3 млрд руб. (около 0,2% от ожидаемых продаж 2021 г.), а подключено было 1,2 тыс. магазинов и 2 даркстора в 86 городах. Среди основных проектов — доставка впрок из супермаркетов и дарксторов, экспресс-доставка из магазинов «у дома», дрoгери и мини-дарксторов, а также доставка лекарств из аптек. Через партнеров была запущена доставка товаров из магазинов «у дома» и дрoгери. Предполагается, что все пилотные проекты e-commerce будут расширены в этом году, что позволит существенно увеличить число обрабатываемых заказов. Достижение прибыльности пока не стоит на повестке, и мы не ожидаем, что проекты Магнита в e-commerce станут

Текущая текучесть персонала ритейлера по кварталам



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Количество открытых магазинов (net) в основных форматах, ед.



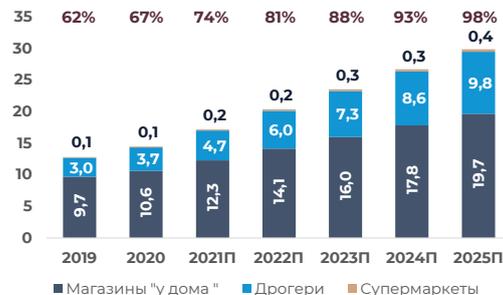
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика рентабельности валовой прибыли и EBITDA Магнита



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Число обновленных магазинов в основных форматах (тыс.) и их доля от общего числа



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



рентабельными в этом или следующем году. **Согласно новой стратегии, к 2025 г. e-commerce должен обеспечивать более 5% продаж Магнита, что, по нашим расчетам, превышает 110 млрд руб.**

Результаты 2020 г. выглядят впечатляюще даже с учетом пандемии, но работа по трансформации ритейлера еще далека от завершения. **Мы ожидаем, что улучшения в обозначенных сферах продолжатся и будут положительно влиять на сопоставимые продажи, динамику выручки, рентабельность и генерацию денежного потока в дальнейшем.**

## Следующий этап

В текущем году Магнит откроет около 2 тыс. магазинов (Gross) во всех форматах. Мы полагаем, что будет введено около 1,2 тыс. магазинов «у дома» и еще 800 дрогери. Количество закрываемых магазинов, согласно нашим оценкам, должно снизиться более чем на 60% г/г, что будет больше соответствовать среднему уровню прошлых лет. Открытие обозначенного количества магазинов позволит увеличить торговую площадь на 6,3% г/г против роста на 3,6% г/г в предыдущем году. **В период 2021-2025 гг. Магнит намерен открывать от 1 до 1,5 тыс. магазинов «у дома» и 0,75 – 1 тыс. магазинов косметики** в зависимости от рыночной ситуации и количества подходящих локаций. В нашей модели мы установили количество открытий в 2022-2025 гг. ближе к середине обозначенного диапазона, **что дает темп роста торговой площади с CAGR 2021-2025 гг. 6,1%**. Магнит намерен расширяться также посредством M&A, которые могут быть как точечными, так и крупными в зависимости от конкретного случая. Пилоты новых форматов пока учитываются среди магазинов «У дома» в силу близости концепции, поэтому их расширение включено в обозначенный прогноз открытий. В 2021 г. планируется запустить дополнительно 7 дискаунтеров, 16 магазинов Сити и 49 киосков. По итогам пилотов будет принято решение о дальнейшем масштабировании.

Менеджмент Магнита не предоставил прогнозов по ожидаемой доле рынка или темпам роста выручки, так как в приоритете рентабельность и окупаемость открытий. То есть ради ускорения продаж Магнит, скорее всего, не будет жертвовать маржинальностью, а цель догнать X5 Retail Group пока также не стоит на повестке. При этом **мы полагаем, что у компании все еще сохраняется значительный потенциал роста, так как консолидация рынка продолжится**, а доля современных форматов в продуктовой ритейле будет увеличиваться.

**В текущем году мы ожидаем, что продажи группы вырастут на 7,8% г/г, до 1,67 трлн руб.**, чему будут способствовать ускорение открытий и положительная динамика сопоставимых продаж. Замедление темпов роста относительно предыдущего года будет связано с эффектом высокой базы, созданным пандемией. Особенно данный эффект может проявиться в марте этого года. Менеджмент Магнита отмечал, что в январе и феврале динамика сопоставимых продаж оставалась на уровне 4К 2020 г., а общие продажи росли двузначными темпами. С учетом обозначенных темпов роста торговой площади и положительных LFL **мы закладываем темпы роста продаж 2021-2025 гг. с CAGR 7,4%** (ожидаемый CAGR для рынка — порядка 4,3%). Вмененные сопоставимые продажи тогда составят в среднем 1,2% на обозначенном горизонте. Доля рынка, контролируемая компанией, может превысить 11% по итогам 2025 г. против примерно 9% в 2020 г. Согласно нашим расчетам, доля дрогери в продажах продолжит расти и опередит сегмент супермаркетов в 2025 г. При сделках M&A, успешном развитии новых форматов или более высоких показателях роста сопоставимых продаж мы видим риск того, что выручка ритейлера будет опережать наши прогнозы.

Менеджмент Магнита ставит целью стабильно увеличить рентабельность EBITDA на 15-25 б.п. в год вплоть до 8% в период 2021-2025 гг. Мы полагаем, что большая часть этого улучшения произойдет благодаря росту валовой маржи в силу продолжения мероприятий, описанных в предыдущем разделе. В частности, на рентабельность и оборотный капитал должна будет благоприятно влиять цифровизация, но эффект от нее, скорее всего, стоит ждать ближе к концу цикла. Полномасштабная интеграция ERP и других систем начнется в этом году и займет порядка 3-4 лет для покрытия всех магазинов и РЦ. Также положительным моментом является увеличение доли дрогери в выручке, так как данный сегмент имеет

Количество магазинов Магнита в основных форматах (тыс.) и динамика торговой площади (млн кв. м.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура продаж Магнита в 2020 г.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Профиль магазинов Магнита в разных форматах: средняя площадь, соотношение собственной/арендованной площади, плотность продаж



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Число распределительных центров (ед.) и общая складская площадь (млн кв. м.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



двузначные показатели рентабельности EBITDA. Магнит не раскрывает точных цифр, но, например, у непродуктового ритейлера Fix Price рентабельность EBITDA составляет порядка 19%. **Мы ожидаем, что 8%-ой рентабельности EBITDA Магнит достигнет в 2025 г., а до 2024 г. показатель будет оставаться ниже 7,5%.** В текущем году, на наш взгляд, маржинальность EBITDA несколько вырастет г/г и составит 7,1%. CAGR для EBITDA 2021-2025 гг. мы оцениваем в 10,1%. В первые месяцы 2021 г. промо осталось примерно на том же уровне, что и год назад. Менеджмент Магнита ожидает, что в первой половине 2021 г. рентабельность EBITDA составит около 7% и заметно опередит показатель 1К прошлого года.

Частью мероприятий по повышению плотности продаж должно стать ускорение программы редизайна магазинов. Сейчас обновленные магазины Магнита включают в себя торговые точки сразу нескольких поколений. Обновление запущено еще при руководстве Сергея Галицкого и было направлено преимущественно на внешний облик. Новое руководство усовершенствовало прежний подход, добавив в том числе внутренние изменения. Все обновленные магазины будут постепенно приведены в соответствие с наиболее новым концептом. Мы не ожидаем, что это потребует существенных капитальных затрат. В этом году Магнит намерен обновить порядка 700 магазинов против 386 в 2020 г., что с учетом открытий позволит довести долю обновленных магазинов «у дома» до 77% и дрoгери до 68%. **По нашим оценкам, программа редизайна может быть еще раз ускорена в следующем году,** и тогда удастся обновить все магазины «у дома» и 95% дрoгери по итогам 2025 г. или раньше. Вероятно, по окончании текущей программы обновлений сразу будет запущена новая.

С учетом открытий и редизайна **мы ожидаем капитальные затраты в текущем году на уровне 61,4 млрд руб.**, что почти в 2 раза выше показателя 2020 г. Весомым долгосрочным драйвером для капитальных затрат, помимо увеличения числа открытий и ускорения редизайна, могут стать расходы на IT и логистику. **В период 2022-2025 гг., согласно нашим расчетам, CAPEX составит от 67,2 до 72,2 млрд руб.** и будет постепенно снижаться по отношению к выручке. Свободный денежный поток в 2021 г. может оказаться ниже уровня прошлого года, что в основном связано с ростом капитальных затрат. По мере снижения CAPEX в процентах от выручки, роста рентабельности и улучшения коэффициентов оборачиваемости капитала доходность свободного денежного потока будет постепенно увеличиваться. В начале текущего года оборачиваемость запасов оставалась почти на 6 дней ниже сопоставимого показателя прошлого года. С учетом долгосрочных планов компании мы ожидаем, что оборачиваемость запасов сократится до 63 дней к 2025 г., что позволит высвободить дополнительные денежные средства.

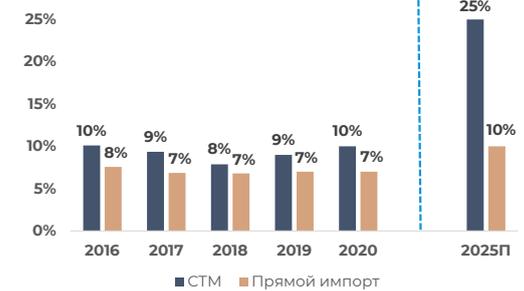
Долговая нагрузка ритейлера снизилась до 1,1х ND/EBITDA, что дает компании большой простор для принятия инвестиционных решений в будущем. Согласно стратегии, Магнит будет поддерживать долговую нагрузку на уровне около 1,5х ND/EBITDA с предельным уровнем в 2х. В конце года средневзвешенная процентная ставка составила 6,1%, а в начале текущего года опустилась ниже 6%. При этом 99% долга относится к долгосрочному и имеют фиксированную ставку.

**Согласно нашим расчетам, за 2020 г. Магнит способен выплатить порядка 50 млрд руб. дивидендов,** что обеспечивает доходность на уровне 9,2%. В данный момент Магнит предлагает наиболее высокую дивидендную доходность в секторе. Даже несмотря на рост капитальных затрат и ожидаемое снижение денежного потока, **мы полагаем, что компании удастся поддержать выплаты на аналогичном уровне в 2021 г.** и далее. Мы не ожидаем от компании выкупов акций, направленных на обеспечение дополнительной доходности инвесторам, так как приоритетом менеджмента, остаются дивиденды. Более вероятен обратный выкуп для обеспечения программы долгосрочной мотивации, но пока запас казначейских акций вполне достаточен.

## Инфляционный пик

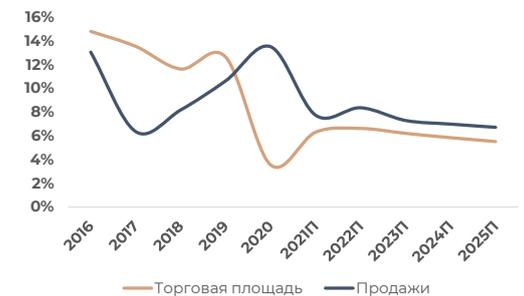
16 декабря мы выпустили отраслевой обзор, посвященный розничной торговле продуктами питания, макроэкономическим показателям сегмента, а также перспективам офлайн и онлайн направлений. С момента

Доля собственных торговых марок и прямого импорта в продажах



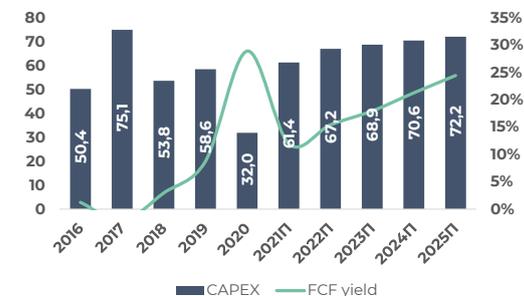
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Соотношение темпов роста продаж и торговой площади



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика оборотного капитала (млрд руб.) и cash conversion cycle (дней)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



публикации обзора произошли некоторые изменения, а также вышли дополнительные данные, которые мы хотели бы отметить. В частности, продуктовая инфляция в январе/феврале ускорилась до 7,0% и 7,7% г/г соответственно против 6% в декабре. Это связано в основном с ускорением роста цен на плодоовощную продукцию (+4,8% м/м в январе и +5,6% м/м в феврале), в том числе из-за общего роста цен на продовольственные товары в мире, а также с постепенным восстановлением экономической активности населения. Текущие ориентиры ЦБ и Минэкономразвития подразумевают, что в марте будет пройден пик годовой инфляции, после чего ее темпы начнут снижаться. Инфляционные ожидания населения в марте немного возросли по сравнению с февралем и составили 10,1%. Средний уровень инфляционных ожиданий все еще существенно выше показателей 2018-2019 гг. Прогноз ЦБ по общей инфляции на 2021 г. был повышен до 3,7-4,2% и, также отмечается, что действие проинфляционных факторов может оказаться более продолжительным, чем ожидалось ранее. Возврат к цели вблизи 4% ожидается теперь только в первой половине 2022 г. Подобная динамика цен на продовольствие в начале года должна скорее позитивно отразиться на среднем чеке ритейлеров, хотя сохраняются риски, связанные с давлением на покупательскую способность населения. Реальные располагаемые доходы по итогам года и 4К продемонстрировали падение на 3,5% и 1,7% г/г соответственно, а безработица, согласно последним опубликованным данным, оставалась выше 6%.

По расчетам Сбербанка, рост потребительских расходов постепенно ускорялся в первые месяцы года, как и изменение числа работающих бизнесов (+4,2% и +6% г/г на первую неделю марта соответственно). Основной вклад в это ускорение внесли динамика продовольственного сегмента и постепенное восстановление сектора услуг. Понедельная динамика расходов населения на товары и услуги также устойчиво перешла в положительную область и средний показатель за последние 4 недели составил +2,8% г/г. За январь и февраль номинальные расходы с устранением сезонности на продукты питания выросли на 6,3% и 4,8% г/г, а на кафе, бары и рестораны продолжили падение (-24,9% и -21,6% соответственно). Расходы населения на услуги, рассчитанные на основе отклонения от линейного тренда, в марте были примерно на 12-13% ниже нормального уровня против -23% в январе. Банк Тинькофф отмечает, что потребительская активность в России выросла на 26% с марта 2020 г., а обороты бизнеса на 29%.

Мы полагаем, что восстановление экономики продолжится при отсутствии новых волн пандемии, риск которых пока не ушел. Постепенно рынок входит в период, когда будет наблюдаться эффект базы при сопоставлении с прошлым годом. Планомерное «выздоровление» сегмента HoReCa и открытие границ будут усиливать эффект высокой базы для крупнейших отечественных ритейлеров, но этот процесс может быть затяжным. Более высокая экономическая активность будет означать выравнивание трафика и среднего чека до значений близких к прежним годам.

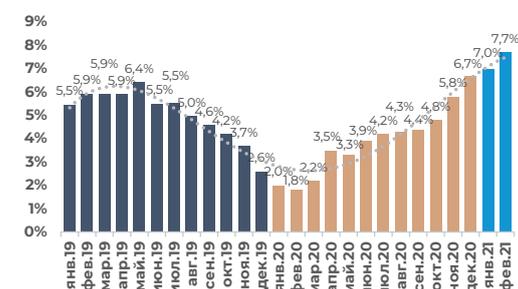
Объем розничной торговли продуктами питания сократился по итогам года на 2,6% г/г, а в 4К падение составило 3,9% г/г. При этом, по данным Infoline, доля топ-10 розничных сетей на продовольственном рынке в России за 2020 г. увеличилась на 5,1 п.п., до 37,4%, а доля топ-5 — на 3,6 п.п., до 32,4%. Доля современных торговых форматов составила около 76%. Контролируемая доля рынка продолжила расти практически у всех крупнейших розничных сетей, и мы по-прежнему ожидаем, что процесс консолидации отрасли продолжится в текущем году. Мы отмечаем, что жесткий дискантер Светофор в 2020 г. обогнал по продажам сеть Metro и занял шестую позицию вблизи Ашана, а лидер рынка X5 Retail Group слегка увеличил разрыв с Магнитом. Сам Магнит немного оторвался по доле рынка от объединенного бизнеса Дикси/Красное&Белое. Infoline оценивает, что за весь 2020 г. X5 Retail Group остался лидером рынка e-grocery с оборотом в 21,9 млрд руб., а Сбермаркет значительно обошел Утконос, заняв второе место. Оборот Сбермаркета за 2020 г. составил около 20,7 млрд руб. против 16,4 млрд руб. у Утконоса. Топ-5 игроков на рынке e-grocery контролировали 55% рынка, а на топ-10 пришлось порядка 80%. Рынок онлайн-продажи продуктов питания в России за 2020 г. увеличился более чем в 3,5 раза и превысил 155 млрд руб. Согласно нашим прогнозам, e-grocery продолжит бурно развиваться в текущем году, а активный рост рынка пока ограничивает влияние конкуренции.

#### Объем дивидендов, декларированных за финансовый год (млрд руб.) и дивиденды на акцию (руб.)



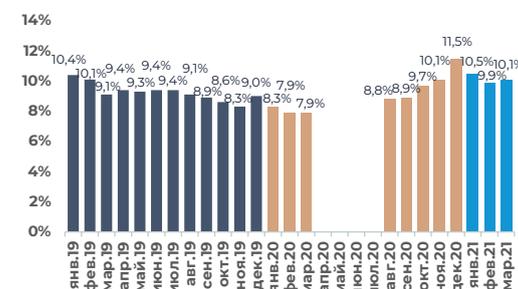
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

#### Динамика продуктовой инфляции в России г/г



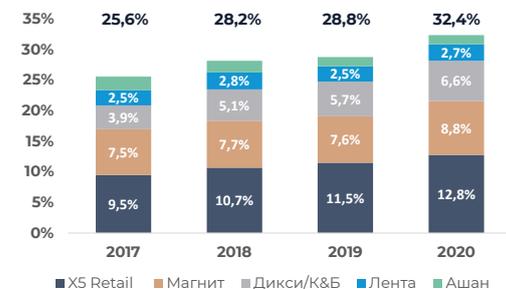
Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

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



Источник: ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал

#### Изменение доли топ-5 игроков на отечественном рынке розничной торговли продуктами питания



Источник: Infoline; оценка: Велес Капитал



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

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
X5 Retail Group	Россия	8 503	18 948	0,7	0,6	0,6	5,1	4,5	4,0	13,4	10,4	8,8
<b>Магнит</b>	<b>Россия</b>	<b>7 031</b>	<b>13 296</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>12,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>
Лента	Россия	1 537	2 736	0,4	0,4	0,4	4,5	4,4	4,0	8,5	7,9	6,9
Окей	Россия	206	978	0,4	0,4	0,4	5,0	4,9	4,5	10,6	10,5	11,0
<b>Медиана</b>				<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,9</b>
<b>Среднее</b>				<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>

Компании развивающихся рынков (EM)

Dino Polska	Польша	6 187	6 439	1,9	1,5	1,2	18,6	14,7	11,5	29,1	22,9	17,6
Eurocash SA	Польша	497	1 179	0,2	0,2	0,2	5,4	5,1	4,9	21,7	17,3	12,8
Jeronimo Martins	Польша	9 843	12 209	0,5	0,5	0,5	6,9	6,3	6,4	19,8	17,3	15,6
BIM Biresik	Турция	5 383	5 674	0,7	0,5	0,5	8,1	6,7	5,7	15,8	13,7	11,6
Walmart de Mexico	Мексика	52 105	52 165	1,5	1,4	1,3	13,1	12,1	11,1	24,8	22,1	20,2
SPAR Group	Ю. Африка	2 511	3 915	0,4	0,4	0,4	9,8	9,1	8,6	14,7	13,4	12,6
Shoprite Holdings	Ю. Африка	6 037	7 378	0,7	0,6	0,6	7,5	7,2	6,8	19,2	16,9	16,0
Woolworths	Австралия	39 074	48 667	0,9	0,9	0,9	9,9	9,5	9,1	25,9	24,1	22,6
Lojas Americanas	Бразилия	7 039	7 727	1,6	1,5	1,6	12,0	10,0	8,6	44,0	34,0	33,6
CP All	Таиланд	19 552	28 136	1,5	1,4	1,3	17,6	15,9	14,2	32,4	27,3	22,8
Cencosud	Чили	5 917	9 517	0,7	0,7	0,7	8,0	7,1	7,1	16,3	13,6	13,6
Yonghui Superstore	Китай	9 946	10 060	0,7	0,6	0,5	15,9	13,5	11,1	28,1	21,5	17,0
<b>Медиана</b>				<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>23,3</b>	<b>19,4</b>	<b>16,5</b>
<b>Среднее</b>				<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>24,3</b>	<b>20,3</b>	<b>18,0</b>

Компании развитых рынков (DM)

Walmart	США	376 417	428 514	0,8	0,8	0,7	12,7	12,0	11,4	24,9	23,3	21,5
Target	США	94 702	101 300	1,1	1,1	1,0	11,9	11,4	10,9	21,8	20,2	19,7
Costco	США	150 827	152 318	0,8	0,8	0,7	19,3	17,8	16,3	33,6	31,0	28,1
Kroger	США	27 386	47 602	0,4	0,4	0,3	7,8	7,6	7,4	12,9	12,6	12,2
Tesco	Великобр.	24 163	41 148	0,5	0,5	0,5	7,8	6,8	6,7	20,0	12,0	11,1
Sainsbury	Великобр.	7 388	15 167	0,4	0,4	0,4	5,7	5,0	4,9	20,5	11,4	10,7
Carrefour	Франция	14 805	30 736	0,4	0,3	0,3	5,6	5,4	5,1	11,3	10,0	9,7
Metro	Германия	3 940	8 621	0,3	0,3	0,3	6,3	5,5	5,1	-	20,5	14,1
Ahold Delhaize	Нидерланды	30 263	43 547	0,5	0,5	0,5	6,4	6,3	6,1	13,2	12,9	12,9
Loblaw	Канада	18 990	30 912	0,7	0,7	0,7	7,6	7,2	7,3	14,9	13,2	13,1
Colruyt	Бельгия	8 009	8 045	0,7	0,7	0,7	8,0	8,2	8,3	16,6	17,0	16,8
<b>Медиана</b>				<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>18,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>
<b>Среднее</b>				<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>19,0</b>	<b>16,7</b>	<b>15,5</b>



## Финансовая модель Магнита

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Выручка, в т.ч.:</b>	<b>1 553 777</b>	<b>1 674 247</b>	<b>1 814 584</b>	<b>1 947 215</b>
Розничные продажи	1 510 071	1 626 170	1 761 699	1 889 041
Оптовые продажи	43 707	48 077	52 885	58 173
Себестоимость продаж	(1 188 022)	(1 279 602)	(1 385 044)	(1 484 332)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>365 756</b>	<b>394 645</b>	<b>429 539</b>	<b>462 882</b>
SG&A	(296 425)	(268 794)	(289 718)	(309 723)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>178 189</b>	<b>195 679</b>	<b>216 065</b>	<b>235 689</b>
Амортизация и корректировки	(89 765)	(96 136)	(104 531)	(112 973)
<b>ЕВИТ</b>	<b>88 424</b>	<b>99 543</b>	<b>111 535</b>	<b>122 716</b>
Прочие доходы/расходы	(45 721)	(48 202)	(50 960)	(53 773)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>42 703</b>	<b>51 341</b>	<b>60 575</b>	<b>68 943</b>
Налог на прибыль	(9 709)	(11 372)	(13 417)	(15 271)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>32 993</b>	<b>39 969</b>	<b>47 157</b>	<b>53 672</b>

Баланс, млн RUB	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>678 461</b>	<b>710 101</b>	<b>739 395</b>	<b>762 249</b>
Основные средства и НМА	368 899	387 792	408 304	426 419
Прочие внеоборотные активы	309 562	322 308	331 091	335 830
<b>Оборотные активы</b>	<b>266 931</b>	<b>296 787</b>	<b>342 933</b>	<b>402 444</b>
Оборотные активы	221 914	239 219	254 611	270 148
Краткосрочные инвестиции и прочие	318	318	318	318
Денежные средства и эквиваленты	44 700	57 250	88 004	131 978
<b>Итого активы</b>	<b>945 392</b>	<b>1 006 888</b>	<b>1 082 328</b>	<b>1 164 693</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>182 889</b>	<b>172 857</b>	<b>170 015</b>	<b>173 687</b>
Акционерный капитал	182 889	172 857	170 015	173 687
Доля миноритариев	0	0	0	0
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>478 230</b>	<b>540 997</b>	<b>603 764</b>	<b>666 530</b>
Долгосрочные кредиты и займы	147 695	147 695	147 695	147 695
Прочие долгосрочные обязательства	330 535	393 302	456 069	518 835
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>284 273</b>	<b>293 034</b>	<b>308 550</b>	<b>324 475</b>
Краткосрочные кредиты и займы	18 392	18 392	18 392	18 392
Оборотные обязательства	197 135	205 895	221 411	237 337
Прочие КО	68 747	68 747	68 747	68 747
<b>Итого обязательства и средства</b>	<b>945 392</b>	<b>1 006 888</b>	<b>1 082 328</b>	<b>1 164 692</b>

Движение денежных средств, млн	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Операционная деятельность</b>	<b>149 611</b>	<b>127 560</b>	<b>151 812</b>	<b>167 034</b>
Прибыль до налогообложения	42 703	51 341	60 575	68 943
Налоги и проценты	(56 509)	(11 372)	(13 417)	(15 271)
Корректировки	132 705	96 136	104 531	112 973
Изменение оборотного капитала	30 712	(8 545)	124	389
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(29 020)</b>	<b>(65 009)</b>	<b>(71 058)</b>	<b>(73 060)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(26 066)	(61 410)	(67 157)	(68 874)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(3 340)	(3 599)	(3 901)	(4 186)
Прочее	387	0	0	0
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(84 793)</b>	<b>(50 000)</b>	<b>(50 000)</b>	<b>(50 000)</b>
Изменение долга	(19 206)	0	0	0
Обратный выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(29 871)	(50 000)	(50 000)	(50 000)
Прочее	(35 716)	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>35 798</b>	<b>12 551</b>	<b>30 754</b>	<b>43 974</b>

WACC	
Безрисковая ставка	7,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	1,0%
<b>Стоимость СК</b>	<b>15,0%</b>
Beta	1,0
<b>Стоимость долга</b>	<b>6,1%</b>
Доля СК	77%
Доля долга	23%

WACC	12,6%
------	-------

Свободный денежный поток	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
ЕВИТ	73 464	80 956	88 965	101 865
<b>NOPAT</b>	<b>57 288</b>	<b>63 131</b>	<b>69 376</b>	<b>79 436</b>
Амортизация	46 116	50 546	54 945	59 135
Кап. затраты	61 410	67 157	68 874	70 628
Изменение ОК	8 545	(124)	(389)	(1 089)
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>33 449</b>	<b>46 644</b>	<b>55 837</b>	<b>69 031</b>

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период		3,0%	
Сумма ДДП (+)		193 462	
Терминальная стоимость (+)		846 723	
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>		<b>661 368</b>	
Чистый долг (-)		121 387	
Доля миноритарных акционеров (-)		0	
	01.01.2020	29.03.2021	12mo
<b>Справедливая стоимость акц.</b>	539 981	559 509	<b>643 435</b>
Количество акций			101,9
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>			<b>6 314</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales (IAS 17)	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (IAS 17)	4,8	5,2	4,5	3,8
EV/EBIT (IAS 17)	8,3	8,5	7,4	6,2
P/E (IAS 17)	10,8	11,1	9,8	8,8
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,4
FCF Yield	29%	12%	16%	18%
EPS (IAS 17), руб.	387	480	540	604

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	23,5%	23,6%	23,7%	23,8%
Рентабельность EBITDA pre LTI	11,5%	11,7%	12,0%	12,2%
<b>Рентабельность EBITDA</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,1%</b>
Рентабельность чистой прибыли	2,1%	2,4%	2,6%	2,8%
ROE	17,8%	22,5%	27,5%	31,2%
ROA	3,5%	4,1%	4,5%	4,8%
ROIC	14,5%	20,0%	25,3%	33,7%
Чистый долг/EBITDA (IAS 17), x	1,1	0,9	0,6	0,2



## 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 2021 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](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

**Алексей Никогосов**  
Старший трейдер  
[ANikogosov@veles-capital.ru](mailto:ANikogosov@veles-capital.ru)

**Владимир Наумов**  
Трейдер  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

**Роман Назаров**  
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций  
[RNazarov@veles-capital.ru](mailto:RNazarov@veles-capital.ru)

**Михаил Кантолинский**  
Старший сейлз-трейдер  
[Kantolinsky@veles-capital.ru](mailto:Kantolinsky@veles-capital.ru)

**Владимир Мартыненко**  
Старший сейлз-трейдер  
[VMartynenko@veles-capital.ru](mailto:VMartynenko@veles-capital.ru)

**Алексей Костиков**  
Сейлз Трейдер  
[AKostikov@veles-capital.ru](mailto:AKostikov@veles-capital.ru)

## Аналитический департамент

**Иван Манаенко**  
Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

**Артем Михайлин**  
Телекоммуникации, IT,  
Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

**Василий Сучков**  
Глобальные рынки  
[VSuchkov@veles-capital.ru](mailto:VSuchkov@veles-capital.ru)

**Игорь Евсин**  
Транспорт  
[IEvsin@veles-capital.ru](mailto:IEvsin@veles-capital.ru)

**Елена Кожухова**  
Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@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](http://www.veles-capital.ru)