



Инвестиционный обзор #1

Компания «МАГНИТ»

«Когда корова начнет давать молока?»

Апрель 2018

Оглавление

РЕЗЮМЕ	3
Обзор деятельности компании	4
Рентабельность и операционные доходы	5
Динамика и операционные изменения.....	6
Планы развития, CAPEX и оборотный капитал.....	7
Динамика чистого долга и стоимости его обслуживания.....	8
CASH FLOW компании и оценка.....	8
Акционеры: ситуация с ВТБ и фокус инвесторов	9

РЕЗЮМЕ

Компания	Потенциал роста	Горизонт идеи
МАГНИТ	+ 50-55%	1 год

Почему мне нравится МАГНИТ:

- 1) **Компания перепродана:** ее акции упали почти в 3х раза, а мультипликаторы – на минимуме для ритейлеров (6x EBITDA'17 / по моим оценкам – до 4.5x EBITDA'18)
- 2) **Акции упали, а прежние дивидендные выплаты – стали шоколадными.** Прежние 30 млрд. руб. дивидендов при нынешней капитализации это 6.25% доходности
- 3) **Компания выходит в новую фазу жизненного цикла:** вложения в рост по большей части позади, и время начать возвращать деньги акционерам. Такой мажоритарий, как ВТБ (финансовый инвестор, стремящийся к прибыли) – повышает вероятность такого сценария
- 4) **Компания уже объявила buyback акций.** По словам финдиректора – Хачатура Помбучана, объем buyback составит около 2-3% акций компании (считайте, столько же дивидендов)
- 5) **Сокращение CAPEX и рост EBITDA с поправкой на вложения во оборотный капитал (в размере 10-15 млрд.) это суммарно +40 млрд. к Free cash flow – возможность для Магнита платить до 10% див. доходности к текущим котировкам**

Таким образом, комментируя обвал, я считаю, у Магнита в 2017 просто выдался не лучший год, и снижение акций в 2018 – неоправданно и является следствием цепочки негативных событий. Команда. Создавшая компанию с 1 трлн выручки – так просто не сдается.

ВЫВОД

Потенциал роста акций компании – до уровней 7,000 руб. за акцию (что соответствует EV/EBITDA 7-8x и потенциальной дивдоходности 6-7% при условии восстановления cash flow компании по итогам 2018 года).

ВАЖНЫЕ ДАТЫ

Ближайшая контрольная точка (для определения тренда) – это отчетность за 1 кв от 20 апреля и комментарий менеджмента по buyback. Также нужно следить за показателями по 3 кв 2018 – к этому сроку менеджмент обещал положительные like-4-like продажи¹.

¹ Like-4-like – показатель динамики продаж в сопоставимых магазинах год к году (т.е. выручки одного и того же пула магазинов от 1 года к другому). Важный показатель для ритейлеров, показывает динамику популярности розничных точек выбранной сети

Обзор деятельности компании

Как вы знаете, компания МАГНИТ – ведущий фуд ритейлер РФ. Это означает, что результаты компании во многом отражают потребительский спрос в России.

Физические показатели

Краткий обзор

По состоянию на 31.12.2017 г.



По состоянию на 31.12.2017 г.

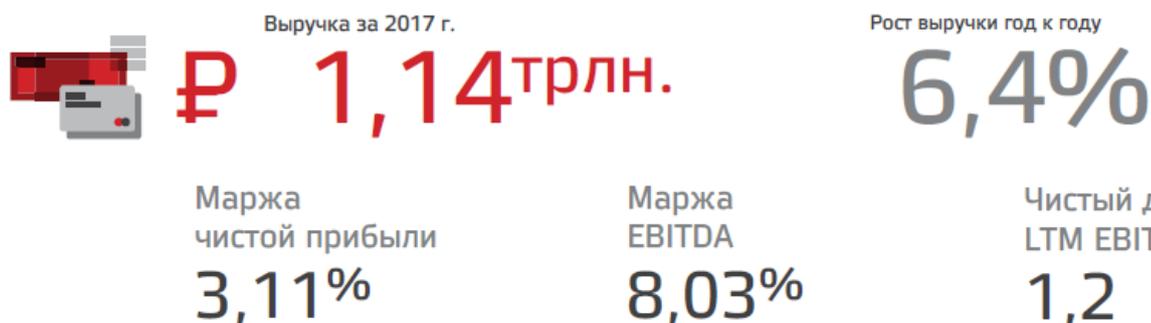


Финансовые показатели

Краткий обзор

Ключевые показатели

Показатели за 2017 г.



ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 1: Компания вряд ли сможет ещё быстро расти – большинство регионов уже освоено, и битва за долю рынка заканчивается. Поэтому она как СБЕРБАНК – или может начать выпускать мессенджеры с жиру, или начать платить дивиденды: утраиваться в масштабах деятельности за 3 года она явно не будет

ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 2: Для понимания того, что ждет Магнит, смотрим на экономику РФ: связь прямая.

Рентабельность и операционные доходы

Разберем, что происходит с операционной стороной бизнеса и рентабельностью:

Финпоказатели 2016-2017			
Отчет о прибылях и убытках			
Млн. руб.	2016	2017	2016 / 2017 Рост год к году
Чистая выручка	1 074 811,55	1 143 314,41	6,4%
Себестоимость реализации	(779 052,55)	(838 671,51)	7,7%
Валовая прибыль	295 759,01	304 642,89	3,0%
Валовая маржа, %	27,52%	26,65%	
SG&A	(192 390,19)	(220 245,12)	14,5%
Прочие доходы, нетто	4 286,24	7 157,47	67,0%
ЕБИТДА	107 793,02	91 777,64	(14,9%)
Маржа ЕБИТДА, %	10,03%	8,03%	
Амортизация основных средств и нематериальных активов	(25 825,63)	(33 715,70)	30,6%
ЕБИТ	81 967,38	58 061,94	(29,2%)
Чистые финансовые расходы	(13 187,42)	(12 638,17)	(4,2%)
Прибыль до налогообложения	68 779,96	45 423,77	(34,0%)
Налоги	(14 370,97)	(9 884,80)	(31,2%)
Эффективная налоговая ставка	20,89%	21,76%	
Чистая прибыль	54 408,99	35 538,97	(34,7%)
Маржа чистой прибыли, %	5,06%	3,11%	

Из таблицы видно, что в 2017 году финрезультат снизился. Причины:

- 1) **Упала валовая маржа.** По сути, расходы росли быстрее выручки; причем поскольку закупочная наценка у сети вероятно не менялась, причина роста издержек – это:
 - a. Списания продукции (логистика не успевает за развитием сети)
 - b. каннибализация магазинами траффика друг друга
 - c. невозможность переложить цену на потребителя в полной мере ввиду дефляции
- 2) **Огромный рост SG&A (управленческих затрат)** – похоже, тётям в бухгалтерии сильно прибавили зарплат, сняли офис подороже. Отношу такие вещи к одноразовым индексациям, происходящим раз в 3 года (вряд ли в следующем году Магнит вновь потратит на 15% больше)
- 3) **Снизилась стоимость обслуживания долга (небольшой позитив)** – рассчитываем ещё на -10% в 2018 году

ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 3: Основной фактор снижения денежно потока в 2017 – снижение валовой маржи (недобрали 10 млрд. руб.) и one-off индексация в управленческих расходах (если бы выросли на 5%, ЕБИТДА была бы на 18 млрд. выше!).

ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 4: Стоит ждать повышения маржинальности Магнита при нормальной инфляции в 2018 году. Эффект на ЕБИТДА может быть достигнут за счет нескольких факторов:

- 1) Инфляция – порядка +10 млрд. к ЕБИТДА
- 2) Органический рост компании (обещают на 7-9%) – при сохранении валовой маржинальности, это ещё +21 млрд. руб. (+7% к валовой марже)

3) По % выплатам ждем **снижение расходов на 1-2 млрд. руб. в 2018**

Итого, компания может заработать +30-35 млрд. денежного потока для акционеров (или +35%)

Динамика и операционные изменения

Разберем, что происходит с операционной стороной бизнеса

Отклонения от плана в 2017 году			Меры менеджмента по исправлению ситуации	
Earnings surprises				
	<i>Forecasted</i>	<i>Actual</i>		
Food inflation*	4,6%	1,1%	1.	Accelerate profitable growth
Competition			2.	Attract new customers Retain existing customers Improve the overall brand image
<i>New stores of main competitors, which overlap with Magnit stores</i>	1 250	2 548	3.	Keep focus on efficiency
<i>Total Magnit Convenience stores, which overlap with our main competitors</i>	8 484 <small>on 1st Jan 2017</small>	9 942 <small>on 1st Jan 2018</small>	4.	Improve the in-store atmosphere Launch redesign
Adjustment to new Convenience stores due to tougher internal requirements for openings	2 000	1 604	5.	Build effective marketing, in order meet customer expectations
Days for store refurbishment	21-24	28		

В презентации для Инвесторов на рубеже 2017-2018 менеджмент разобрал и признал ошибки, и презентовал новый план действий. По порядку:

1) Отклонения от плана:

- По факту, инфляция в продуктах очень сильно замедлилась**, что сказалось на валовой марже (наценка ритейла - в процентах).
Если подсчитать, что даст ускорение инфляции на 3-4% (что реально при нынешнем скачке доллара на 10%), получим +3-4% к валовой марже или +11% к EBITDA
- Медленно обновлялась сеть магазинов**, что привело к отставанию магазинов Магнит от ключевого конкурента X5, который как раз активно работал над составом своих полок и удобством магазинов.
В ответ на это, Магнит ускорил обновление сети (22% CAPEX 2018 / 1200 магазинов в новом формате - 53% магазинов у дома уже будут новыми) – и это означает, что вероятно отставание от X5 будет сокращаться

2) Новые инициативы

- Менеджмент признал, что Магнит отставал от X5 по свежей полке продуктов**, что привело к оттоку покупателей. Заметили, год назад в Магните было мало свежих продуктов, но много замороженных? Очень много гнилых. В 4 кв 2017 продажи like-4-like в сети прекратили падение – началась работа с этими косяками, где-то поступились ценой в пользу качества
- Будет проводиться адресная чистка неприбыльных магазинов**, что позитивно
- Магнит последовал примеру конкурентов, и внедрил программу лояльности с игрушками от DreamWorks** (дети просят игрушки – собираешь им наклейки 😊)



В новых магазинах удобные тележки, лучше навигация и шире ассортимент

Вот такое не хочется покупать – а порой в погоне за минимальной ценой это сформировало образ Магнита

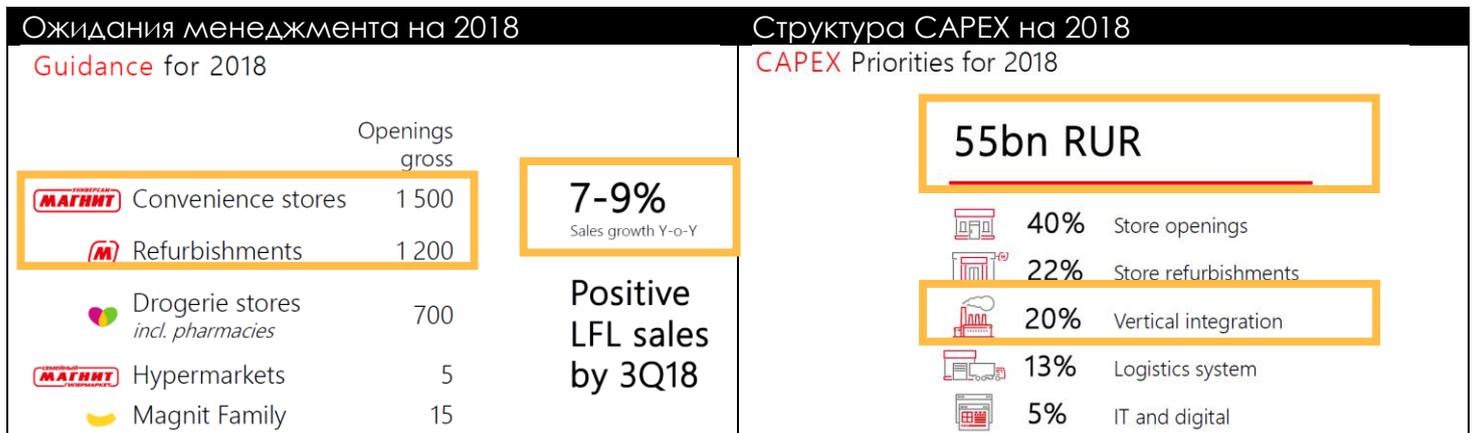
ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 5: компания явно приняла результаты к сведению – ускорили модернизацию магазинов, прилетела звездюлина персоналу в части качества (**буквально с января персонал магазина возле моего дома начал регулярно обновлять полку и выбрасывать порченный товар ☺ СОВПАДЕНИЕ? – НЕ ДУМАЮ**).

Опыт X5 retail показывает, что это работает – Пятерочка обогнала за 2-3 года Магниты на операционных улучшениях и за счет более приемлемых овощей/фруктов и молочки (а по ним в первую очередь формируется наше мнение о магазинах).

Планы развития, CAPEX и оборотный капитал

Магнит ранее был классическим примером роста, но теперь ситуация меняется:

- 1) 16,000 магазинов открыты, и расти на 20% в год неоправданно (и невозможно) – **теперь компания фокусируется на эффективности. Часть точек убыточны и нужно заниматься наведением порядка**
- 2) План по сокращению CAPEX (с 73.5 до 55 млрд. руб.) – **это дополнительно 18.5 млрд. руб. к FCF по итогам 2018 года по сравнению с 2018. Стратегия менеджмента по инвестициям в собственное АГРО – ушла в прошлое (надеюсь, 20% в АГРО мы не увидим в 2019): с приходом ВТБ менеджмент срезал CAPEX на это направление**



Динамика чистого долга и стоимости его обслуживания

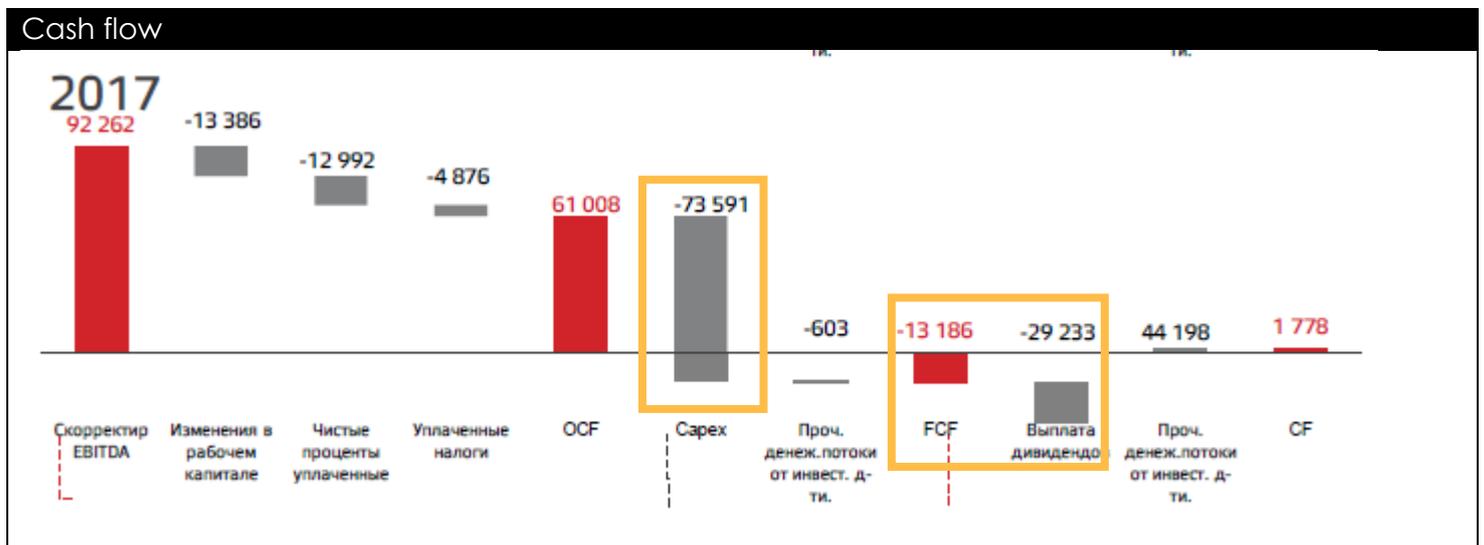


С долгом у Магнита – все хорошо:

- 1) нагрузка Долг/EBITDA на уровне 1.2x более чем приемлема (как в книжке)
- 2) процентные выплаты будут снижаться на фоне снижения ставок по кредитам в экономике (можно ожидать примерно 1% по итогам 2018 года, что дает нам +1-2 млрд. экономии)

CASH FLOW компании и оценка

Подведем итог – что же с cash flow МАГНИТа?



Компания МАГНИТ

Мы видим, что в прошлом году НЕ сгенерировала положительный денежный поток до выплаты дивидендов (результат -13.2 млрд.), что отчасти и расстроило инвесторов (хотя пару лет это их мало смущало, и акции не падали☺).

Тем не менее, платили дивиденды, которые бы нас сейчас впечатлили – 29 млрд. руб.

Как я прикидывал ранее, уже в 2018 существует потенциал радикального улучшения cash flow:

+21 млрд. к EBITDA за счет органического роста

+10 млрд. за счет инфляции

+1-2 млрд. на % расходах

+18.5 млрд. на оптимизации CAPEX

- 13 млрд. съест прирост оборотного капитала

= + 38 млрд. руб. – с ними картина становится радикально более привлекательной

ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 6: Если продуктовая инфляция будет хотя бы 4-5% (что реально, и мы уже видели в 2014-2015 на фоне роста доллара), и компания откроет +9% к магазинам, как планирует, а также выполнит план по CAPEX (что более чем реально), **EBITDA и FCF компании могут настоящий turnaround – и вернется к компании любовь инвесторов**

Акционеры: ситуация с ВТБ и фокус инвесторов

Важнейшее событие в жизни компании – вход ВТБ почти на 30%. Не вдаваясь в споры о поведении ВТБ по отношению к миноритариям, хотел бы акцентировать внимание на 2 моментах, из которых исхожу:

- 1) У ВТБ есть мирного участия в ритейле – это ЛЕНТА, где у ВТБ существенный пакет
- 2) Вероятно, после того как Магнит проведет buyback на 2-3% компании, эти акции станут казначейскими и будут погашены, что даст возможность ВТБ пересечь 30% планку владения, не выставляя другим акционерам обязательной оферты

ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД 7: Исходя из вышеизложенного по бизнесу, я считаю, что компания переходит в фазу «консолидации» - оптимизирует убыточные магазины, начинает внимательно следить за инвестбюджетом и стараться больше денег возвращать акционерам.

В этом смысле, ей помогает уход Сергея Галицкого: **ВТБ не строит великую компанию – он купил актив дешево, и как финансовый инвестор должен продать дороже и извлечь доход.** Финансовое положение компании этому благоприятствует.