

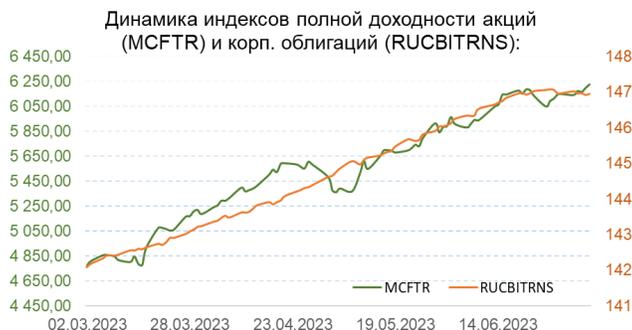
## Цифровой ритейл набирает обороты Обзор рынка с 23 июня по 7 июля 2023

### Рыночные индикаторы

Индексы		Значение	Изм. YTD
Мосбиржи	IMOEX	2 833	31,49%
РТС	RTSI	976	0,56%
Гос. облигаций	RGBITR	626	2,30%
Корп. облигаций	RUCBITRNS	513	3,25%
Валюты		Курс	Изм. YTD
Доллар США	USD	91,2500	30,54%
Евро	EUR	100,3500	35,06%
Китайский юань	CNY	12,6480	27,60%
Нефть и металлы*		Значение	Изм. YTD
Brent	USD/bbl	77,88	-5,39%
Золото	XAU/USD	1934	7,54%
Серебро	XAG/USD	23,54	0,99%

\*- фьючерсы с ближайшей датой исполнения

По данным «Московской Биржи» на 07.07.2023 23:59 мск



Даниил Болотских 8 (800) 100 40 82  
Аналитик research@cifra-broker.ru

**Ретроспектива.** С 23 июня по 7 июля фондовые индексы показали разнонаправленную динамику: индекс МосБиржи на фоне ослабления рубля повысился на 1,3%, до 2832,51 п., индекс РТС, наоборот, упал на 6,1%, до 976,08 п. За это время доллар США подорожал к рублю на 7,7%, до 91,2500 руб., евро — на 8,6%, до 100,3500 руб., китайский юань — на 8%, до 12,6480 руб. Примечательно, что юань показал опережающий рост по сравнению с долларом США, несмотря на продажи Минфином юаней на 3,6 млрд руб. в день в рамках бюджетного правила. Банк России заявил, что не видит других факторов, определяющих валютный курс, кроме торгового баланса.

Котировки нефти Brent за указанный период повысились на 5,3%, до \$77,88/барр. благодаря намерениям Саудовской Аравии и России сократить добычу соответственно на 1 млн барр./сут на 0,5 млн барр./сут в августе.

Котировки золота застряли в диапазоне \$1900-1930 за унцию в отсутствие импульса к росту. Положительная реальная доходность казначейских облигаций США препятствует росту цен на золото.

**Рыночные ожидания.** Ослабление рубля может привести к пересмотру в сторону повышения прогнозов по корпоративной прибыли: падение валютного курса на 10% трансформируется в увеличение темпов роста прибыли нефтегазовых и металлургических компаний примерно на 10-20 п.п. Это, очевидно, окажет поддержку индексам в краткосрочной перспективе. На дальнейшую динамику валютного курса могут повлиять данные по торговому балансу России за май, которые выйдут в среду, 12 июля. Кроме того, 21 июля пройдет заседание Банка России, на котором регулятор оценит необходимость повышения ключевой ставки, в том числе в целях противодействия ослаблению рубля. Инвесторы на рынке ОФЗ уже учитывают в котировках повышенные ставки на 25-50 б.п. Повышение ставки может неблагоприятно отразиться на компаниях с высокой кредитной нагрузкой с потребностями в рефинансировании.

**Акции компаний розничной торговли (ритейл-отрасли) отстают в росте от индекса МосБиржи.** За исключением, пожалуй, Магнита и сети гипермаркетов Окей, котировки акций других ритейлеров показывают сдержанную динамику. Между тем за последние годы потребительские предпочтения существенно изменились. Возможность доставки продуктов на дом и другие удаленные каналы взаимодействия начинают играть все большую роль в бизнесе. Потребители стали больше ценить свое время и теперь менее склонны тратить время на походы в гипермаркеты. Внедрение новых бизнес-моделей и онлайн-доставки способствуют повышению эффективности компаний и увеличивает привлекательность их акций.

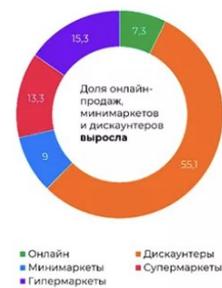
Индекс потребительской уверенности за 2014-2023 годы:



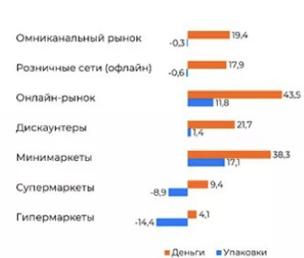
Источник: Росстат

**Онлайн-рынок и магазины у дома показали самую высокую динамику натуральных продаж год к году. Но и самую высокую инфляцию.**

Доли каналов в структуре продаж денежное выражение, %



Динамика продаж FMCG по каналам торговли 2022 к 2021, %



## Потребительский спрос медленно восстанавливается

Официальная статистика отражает повышение потребительской уверенности после прошлогоднего спада. Тем не менее восстановление носит неоднородный характер, и оживление потребительского спроса не распространяется на все сегменты без исключения.

По данным Росстата, в I квартале 2023 года индекс потребительской уверенности продолжил восстанавливаться и достиг значений II квартала 2021 года. Данные по розничным продажам за май 2023 года свидетельствуют о продолжении этой тенденции: объем розничных продаж в мае вырос на 9,3% вместо ожидаемых 7,8%. Безусловно, на значении показателя сказывается эффект низкой базы прошлого года: оборот розничной торговли в 2022 году снизился на 6,7% (Росстат).

Из результатов исследования INFOLine следует, что в прошлом году динамика розничных продаж различалась по сегментам: сильно пострадали продажи товаров бытовой и компьютерной техники, мобильных устройств (БиКТ), сократившись за год на 15,4%. Падение на 11,7% показал сегмент одежды. С другой стороны, крупнейший по объемам продовольственный сектор показал рост продаж на 11,8%.

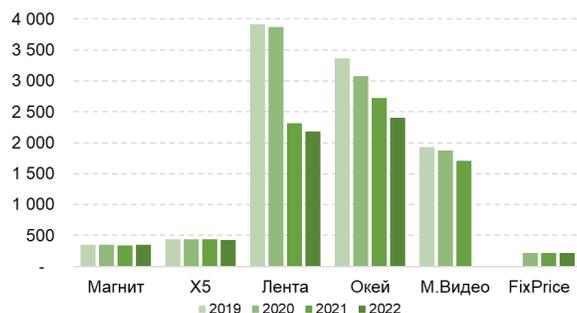
Самым популярным местом для покупки продуктов россияне назвали небольшой супермаркет (80% респондентов в опросе Росконгресса). На втором месте оказались гипермаркеты (49%), основное преимущество которых, как правило, заключается в широте ассортимента.

Ключевыми для отрасли вызовами являются повышение себестоимости продукции, дефицит товаров и брендов, потенциальный рост процентных ставок до конца года.

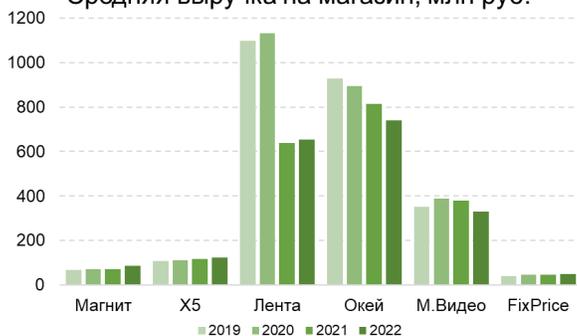
Из-за повышения себестоимости продукции компании вынуждены менять модели взаимодействия с потребителями. По данным исследования NielsenIQ, из всех каналов торговли FMCG (Fast Moving Consumer Goods – товары повседневного спроса) второй год подряд самые высокие темпы роста показывает онлайн-рынок, который подрос на 43,5% в 2022 году. Таким образом, компании, которые активно развивают направление онлайн-торговли в будущем будут иметь преимущество над конкурентами. В этом контексте выгодно отличается X5 Retail Group, которая активно развивает цифровые бизнес-модели и представлена на рынке сервисами Vpok.ru, 5Post, экспресс-доставкой и сетью ресторанов «темной кухни» Много Лосося. По данным за 2022 год, выручка цифровых бизнесов группы выросла на 46,6%, до 70,3 млрд руб., а за I квартал 2023 года продажи увеличились до 25,6 млрд руб., на 35,9% по сравнению с тем же периодом прошлого года. В 2025 продажи X5 Retail Group по цифровым каналам могут увеличиться в 2,2 раза и достичь 6-7% в общей структуре продаж, если группа сможет сохранить их высокие (около 30%) среднегодовые (CAGR) темпы роста. М.Видео тоже характеризуется высоким весом онлайн-продаж, на долю которых приходится 67% общей выручки, а на мобильную платформу приходится половина (48%) онлайн-продаж.



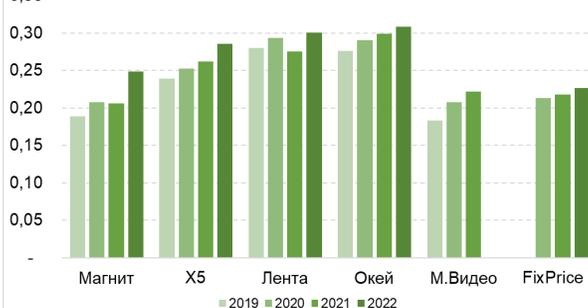
Средняя площадь магазинов, кв. м.



Средняя выручка на магазин, млн руб.



Средняя выручка млн руб. на кв. м. в год



Онлайн продажи БКИТ носят рыночный характер. По оценке INFOLine, доля онлайн-продаж в сегменте увеличилась на 16%, до 1,16 трлн руб., несмотря на общее сокращение продаж в сегменте на 15,4%, до 2,2 трлн руб. Аналитики отмечают, что на долю первой пятерки игроков приходится 62% общего объема продаж техники и мобильных устройств. Самую высокую долю на рынке занимают DNS (23,6% рынка) и «М.Видео - Эльдorado» (23%). Из-за высокой доли онлайн-продаж М.Видео сталкивается с конкуренцией со стороны крупнейших представителей электронной коммерции — Ozon, Яндекс Маркет. В результате компания тесно сотрудничает с Яндекс Маркетом по всем доступным каналам продаж (FBY, DBS, FBS, Click&Collect). Еще одним специфическим риском для БКИТ является уход иностранных брендов с российского рынка, которые в 2021 году занимали 52% рынка, а в 2022 году только 32%. Таким образом, мы находим рискованными инвестиции в сегмент БКИТ.

Магнит пытается развивать направление онлайн-продаж, которое пока представлено лишь экспресс-доставкой в течение 60 минут. Доля онлайн-продаж по-прежнему крайне мала и составляет только 1,5% от общей выручки, а по результатам за I квартал 2023 года можно наблюдать снижение оборота до 8,7 млрд руб. с 9,2 млрд руб. в I квартале 2022 года.

Несколько лучшие результаты онлайн-продаж показывает Лента. Интересно отметить, что 60% онлайн-продаж Ленты приходится на собственную онлайн-сеть и 40% — на партнерскую. Это позволило Ленте получить онлайн-выручку 40,4 млрд руб., что соответствует 7,5% в общей структуре выручки и делает Ленту лидером по проникновению онлайн-продаж в сегменте продуктовых ритейлеров. В I квартале 2023 года темпы роста онлайн-продаж сохранились на уровне 1,8%. По этому показателю Лента существенно уступает X5 Retail Group.

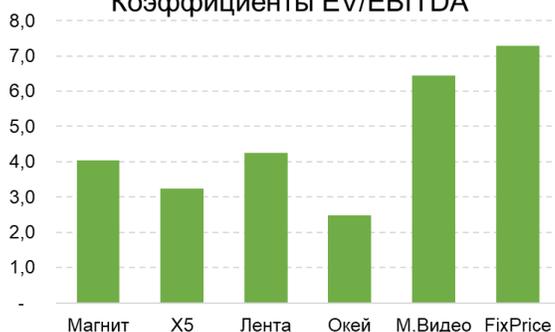
Окей активно развивает собственное приложение для смартфона, благодаря которому в 2022 году доля онлайн-продаж в общей выручке компании составила 4,2%, а темпы роста онлайн-продаж достигли 32,6%.

Бизнес-модель FixPrice не предусматривает онлайн-продаж. Отмечаем, что компании с низкой долей онлайн-продаж развивают это направление куда более активно (X5 Retail Group, Okey), чем ритейлеры у которых доля онлайн-продаж уже на высоком уровне (Лента). Вероятно, это связано с тем, что у онлайн-продаж есть предельный уровень в общей структуре выручки FMCG на уровне 8-10%.

Еще одним существенным фактором для повышения розничных продаж является шаговая доступность магазина. Результаты опроса Росконгресса показывают, что магазины у дома — самое популярное место для покупки продуктов. Так ответили 80% респондентов. Это подтверждается данными NielsenIQ, которые отражают также высокие темпы развития минимаркетов, количество которых в 2022 году увеличилось на 38,3%.

Для всей отрасли характерна тенденция на увеличение количества магазинов с одновременным снижением их средней площади.

### Коэффициенты EV/EBITDA



### Текущие коэффициенты P/E



В этом контексте абсолютное преимущество на стороне FixPrice: средняя площадь магазинов ритейлера на 38% меньше, чем у ближайшего конкурента (Магнит) со средней площадью 346 кв. м. Но несмотря на явное преимущество, сравнительные коэффициенты FixPrice уже достаточно высоки по сравнению со средними в отрасли. Показатель EV/EBITDA у FixPrice превышает 7, в то время как медианное значение этого показателя составляет 4,1 для рассматриваемых компаний.

Лента и Окей активно перестраивают свои бизнес-модели под предпочтения покупателей, что отражается в резком снижении средней площади магазинов. Тем не менее добавлять акции этих компаний в инвестиционный портфель сейчас довольно рискованно, они достаточно высоко оцениваются по коэффициенту P/E, а новые бизнес-модели пока не продемонстрировали свою эффективность. Развитие онлайн-продаж выступает плюсом, но у Ленты темпы роста замедлились, а у Окей находятся на достаточно низком уровне.

В связи с этим, мы находим акции X5 Retail Group наиболее привлекательными в секторе. Компания демонстрирует отличные показатели онлайн-доставки, более эффективные показатели продаж существующих магазинов по сравнению с ближайшим конкурентом — Магнитом (выручка на магазин на 41% выше при более высокой площади магазина только на 23%). Вдобавок X5 Retail Group развивает собственную сеть дискаунтеров Чижик, чья выручка в 2022 году увеличилась в 12 раз, до 35,9 млрд руб. В этом сегменте группа будет конкурировать с FixPrice.

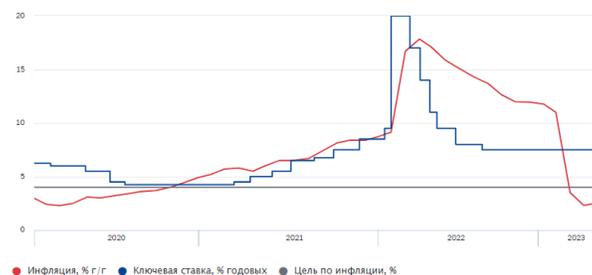
*X5 Retail Group характеризуется самыми низкими в секторе коэффициентами EV/EBITDA и P/E, что не характерно для лидера отрасли. Дополнительную поддержку котировкам акций может оказать потенциальная редомициляция группы. Мы присваиваем акциям X5 Retail Group рекомендацию покупать с целевым ориентиром повышения котировок до 1776 руб.*

## Доходности коротких ОФЗ прибавили за месяц примерно 20-30 б.п.



Источник: Банк России

## Ключевая ставка Банка России и инфляция



Источники: Росстат, Банк России.

## Средневзвешенные ставки по кредитам нефинансовым организациям, %



## Насколько вероятно повышение ключевой ставки на заседании в июле

Банк России на заседании 21 июля может поднять ставку на фоне усиления инфляционного давления, спровоцированного ослаблением рубля.

Годовая инфляция в России с 27 июня по 3 июля ускорилась до 3,43% с 3,21% на предыдущей неделе. Курс доллара США превысил на какое-то время 91 руб., что говорит о возможном удорожании импорта и, как следствие, повышении инфляции.

Доходность по ОФЗ со сроком погашения 1-3 года (которые наиболее чувствительны к изменению ключевой ставки) повысилась на 20-40 б.п., индекс МосБиржи государственных облигаций RGBI находится на локальных минимумах, вблизи уровня октября 2022 года. Все это намекает на возможность повышения ключевой ставки уже на ближайшем заседании Банка России.

Между тем Банк России находится в некотором смысле между молотом и наковальней. С одной стороны, текущие показатели инфляции не просто не дают повода для повышения ключевой ставки, но находятся даже ниже целевого уровня по инфляции, к которому центральный банк стремится в рамках своего мандата на поддержание финансовой стабильности.

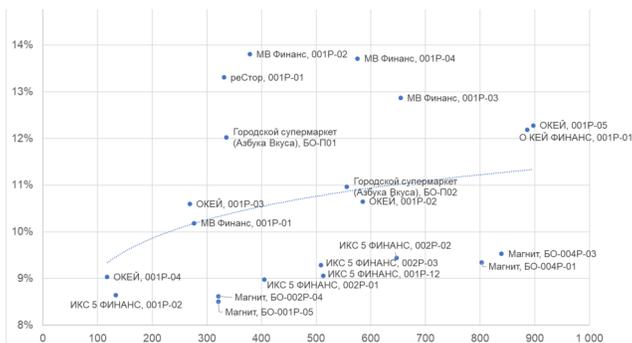
С другой стороны, история решений Банка России показывает, что российский центральный банк в своей политике в большей степени ориентируется на ожидания, нежели на поступающие данные. В I квартале 2022 года Банк России не стал дожидаться данных по инфляции и стал действовать на упреждение, резко повысив ставку в марте на фоне впечатляющего ослабления российского рубля.

Если так, то на заседании в июле Банк России не станет ориентироваться на текущие показатели инфляции, но примет в расчет недавнее ослабление рубля. Тем не менее центральный банк столкнется с серьезной проблемой: инфляция, если усилится, будет носить экзогенный характер. Повышением ставки можно охладить внутренний спрос, но не удорожание импорта.

В зависимости от инфляции мы рассматриваем четыре сценария динамики ключевой ставки до конца года. В рамках сценариев «Высокая» и «Ультра-высокая» ставка может быть повышена на ближайшем заседании. Исходя из текущих данных по инфляции, мы не ждем её повышения сразу на 50 б.п., более вероятно повышение ключевой ставки на 25 б.п.

Повышение ключевой ставки, очевидно, приведет к увеличению стоимости фондирования для компаний, которые сталкиваются с необходимостью рефинансирования. Тем не менее банки начали повышать ставки по кредитам еще в феврале, поэтому грядущее возможное повышение не окажет сильного влияния на финансовые показатели компаний.

## Карта рынка облигаций российских ритейл-компаний:



## Ритейл – будущее уже сегодня

Совокупный объем облигационных выпусков российских представителей ритейл-отрасли (продуктовый ритейл + техника за минусом аптек и одежды) составляет 202,25 млрд рублей.

Средняя доходность в сегменте составляет 10,6% годовых при средней дюреции 493 дня. При этом внутри сегмента четко прослеживается разделение доходностей в зависимости от уровня рейтинга: если облигации с рейтингом AAA и AA+ предлагают доходность около 9%, то для прочих бумаг доходность 12% и более не выглядит завышенной.

## Список бумаг сегмента:

Бумага	ISIN	Купон, %	Объем, млн	АКРА	Эксперт РА	Погашение	Оферта (put)	Цена, %	Дюрация	УТМ, %
Городской супермаркет (Азбука Вкуса), БО-П01	RU000A100HE1	11,00%	3 500,00	A-(RU)	-	15.06.2029	26.06.2024	99,53	335,66	12,02%
Городской супермаркет (Азбука Вкуса), БО-П02	RU000A105WR1	10,25%	1 000,00	A-(RU)	-	18.02.2033	05.03.2025	99,55	556,20	10,97%
ИКС 5 ФИНАНС, 001P-02	RU000A0JXRS3	5,65%	10 000,00	-	ruAAA	07.05.2032	22.11.2023	99,00	133,00	8,64%
ИКС 5 ФИНАНС, 001P-12	RU000A101UQ6	8,95%	10 000,00	-	ruAAA	12.06.2035	27.12.2024	100,11	513,03	9,06%
ИКС 5 ФИНАНС, 002P-01	RU000A103N76	7,60%	10 000,00	-	ruAAA	20.08.2036	09.09.2024	98,70	405,13	8,98%
ИКС 5 ФИНАНС, 002P-02	RU000A105JP2	8,90%	20 000,00	-	ruAAA	25.11.2027	03.06.2025	99,43	646,83	9,44%
ИКС 5 ФИНАНС, 002P-03	RU000A105NE8	8,68%	14 000,00	-	ruAAA	16.12.2027	24.06.2025	99,46	508,59	9,29%
МВ Финанс, 001P-01	RU000A103117	11,00%	10 000,00	A(RU)	-	18.04.2024	-	100,75	276,59	10,18%
МВ Финанс, 001P-02	RU000A103HT3	8,10%	9 000,00	A(RU)	-	07.08.2024	-	94,96	378,72	13,80%
МВ Финанс, 001P-03	RU000A104ZK2	12,35%	5 000,00	A(RU)	-	22.07.2025	-	100,10	654,69	12,87%
МВ Финанс, 001P-04	RU000A106540	13,05%	7 000,00	A(RU)	-	17.04.2026	23.04.2025	99,99	575,57	13,71%
Магнит, БО-001P-05	RU000A1036M9	7,05%	10 000,00	AA+(RU)	-	29.05.2024	-	98,90	320,78	8,51%
Магнит, БО-002P-04	RU000A1036H9	7,05%	10 000,00	AA+(RU)	-	29.05.2024	-	98,81	320,78	8,62%
Магнит, БО-004P-01	RU000A105KQ8	9,15%	20 000,00	AA+(RU)	-	02.12.2025	-	100,02	803,03	9,34%
Магнит, БО-004P-03	RU000A105TP1	9,20%	30 000,00	AA+(RU)	-	03.02.2028	10.02.2026	99,98	838,91	9,53%
ОКЕЙ ФИНАНС, 001P-01	RU000A105FM7	11,50%	8 500,00	-	ruA-	01.11.2032	14.05.2026	99,59	885,87	12,19%
ОКЕЙ, 001P-02	RU000A1009Z8	9,90%	5 000,00	-	ruA-	06.04.2029	16.04.2025	99,44	585,34	10,65%
ОКЕЙ, 001P-03	RU000A1014B9	7,85%	3 750,00	-	ruA-	26.11.2024	-	98,30	268,81	10,59%
ОКЕЙ, 001P-04	RU000A102BK7	7,50%	5 000,00	-	ruA-	25.10.2030	09.11.2023	99,60	117,32	9,03%
ОКЕЙ, 001P-05	RU000A106AH6	11,75%	7 500,00	-	ruA-	16.05.2033	28.05.2026	99,99	897,32	12,28%
реСтор, 001P-01	RU000A103935	8,10%	3 000,00	A-(RU)	ruBBB+	13.06.2024	-	96,00	331,07	13,30%

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### Юридический адрес

123112, г. Москва,  
1-й Красногвардейский проезд,  
д. 15, офис 18.02  
м. Выставочная или Международная  
Тел.: +7 (495) 783-91-73  
Email: [info@cifra-broker.ru](mailto:info@cifra-broker.ru)

### Фактический адрес

123112, г. Москва,  
1-й Красногвардейский проезд,  
д. 15, 18 этаж,  
(Башня «Меркурий Тауэр»,  
ММДЦ «Москва-Сити»)

### Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,  
8-800-100-40-82  
E-mail: [shop@cifra-broker.ru](mailto:shop@cifra-broker.ru)

### Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999  
E-mail: [corp.clients@cifra-broker.ru](mailto:corp.clients@cifra-broker.ru)

**Ограничение ответственности:** ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.