



16 июня 2022 г.

X5 Retail Group (FIVE)

Цель: 2 624 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

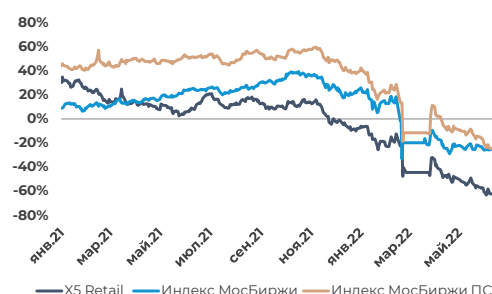
Лучшая скидка

Как и основной конкурент, группа X5 сохраняет устойчивые позиции на рынке, а ее бизнес находится в хорошей форме. Мы видим большие возможности для крупных сетей по долгосрочному наращиванию своего влияния и консолидации рынка на фоне непростой ситуации в экономике. Особенно это касается крупнейшего игрока в отечественном ритейле. Сейчас X5 по капитализации в 2 раза уступает Магниту и имеет такой же разрыв по мультипликаторам при большем торговом обороте и сопоставимой рентабельности. Фундаментально мы считаем компанию значительно недооцененной с учетом ожидаемой динамики роста, хотя сохраняются и дополнительные ограничивающие факторы. Среди них зарубежная юрисдикция головной компании, отсутствие технической возможности выплачивать дивиденды, доступность для покупки только GDR при их невысокой ликвидности. По мере того как менеджмент будет решать эти проблемы, фундаментальные факторы все больше будут влиять на цену бумаг группы. Наша рекомендация для расписок X5 Retail Group — «Покупать» с целевой ценой 2 624 руб. за GDR.

Мы полагаем, что продажи X5 в этом году вырастут на 19% г/г. Основным фактором роста является высокая продовольственная инфляция, которая в мае составила более 20%. Группа может снизить количество открытых относительно первоначального плана и ввести около 1,5 тыс. магазинов gross, что обеспечит рост торговой площади на уровне 5,6% г/г. Мы не исключаем, что на фоне снижения ключевой ставки и общего уровня ставок в экономике компания может позже пересмотреть планы экспансии в большую сторону. По нашим оценкам, валовая маржа в этом году снизится до 24,8%. По большей части это связано со снижением бек-маржи на фоне отмены промо поставщиками. Переложение инфляции на полку происходит в обычном режиме, так что продавцы не получают дополнительного давления на свою маржинальность. Рентабельность EBITDA, по нашему мнению, останется на уровне прошлого года и составит 7,3%. X5, скорее всего, удастся компенсировать снижение валовой маржи за счет эффекта операционного рычага при значительном росте продаж. Капитальные затраты в этом году мы видим на уровне 73 млрд руб., что заметно ниже результата прошлого года в силу меньшего количества открытий и обновлений магазинов. Снижение капитальных затрат при сильной динамике продаж обеспечит компании достойный денежный поток в этом году.

Среднегодовой рост продаж в течение ближайших 5 лет, по нашей оценке, составит 12,8%. В рамках своей стратегии группа заявляла цель добиться среднегодового роста более 12% до 2024 г. Количество открытий, на наш взгляд, со следующего года может вернуться к прежним обозначенным уровням. В таком случае торговая площадь X5 будет расти с CAGR 2022-2026 гг. 8,2%. Важную роль в расширении бизнеса со следующего года будет играть сеть дискаунтеров. Мы думаем, что группа сохраняет прежние планы открыть около 3 тыс. магазинов нового формата в течение 3 лет. Уже к 2024 г. доля магазинов Чижик в продажах может достигнуть 10%. Дискаунтеры будут оказывать давление на рентабельность, а X5 постарается компенсировать негативный эффект за счет своих зрелых бизнесов. Рентабельность EBITDA, на наш взгляд, останется примерно на одном уровне в 7,3% до 2024 г. и после, по мере роста операционной эффективности новых магазинов, может немного увеличиться. CAPEX также вырастет со следующего года на фоне большего числа открытий и обновлений магазинов. Долгосрочному росту капитальных затрат будет способствовать построение собственной логистики для дискаунтеров. При этом мы думаем, что уровень капитальных затрат не будет превышать 4% продаж на прогнозном горизонте без учета M&A.

Динамика индексов и GDR X5 Retail Group



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

FIVE

Тикер на МосБирже

820

Текущая цена, руб.

784/2 578

Мин/макс цена, 12м

2 624

Справедливая цена

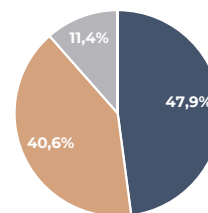
220,0%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала X5 Retail Group (на 31.12.2021 г.)



■ CTF Holdings S.A. ■ Free Float ■ Intertrust Trustees Ltd

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 1К 2022 г.

Магазины, шт.	1К 2021	1К 2022	+/-
Всего:	17 707	19 121	8,0%
Пятерочка	16 960	18 320	8,0%
Открыто (net)	251	348	38,6%
Перекресток	940	983	4,6%
Открыто (net)	7	-7	-200,0%
Карусель	49	28	-42,9%
Открыто (net)	-7	-5	-28,6%
Чижик	5	89	1680,0%
Открыто (net)	0	17	
Торговая площадь, тыс. кв. м	7 938	8 528	7,4%
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м	63,2	69,9	10,5%

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](#)



Совет директоров X5 рекомендовал не распределять дивиденды по итогам 2021 г. Это связано с желанием сохранить денежные средства в условиях высокой неопределенности, техническими сложностями вывода средств, а также пристальным вниманием регулятора. В нашем прогнозе учтена возможность возвращения дивидендов в следующем году, но сейчас гарантировать этого нельзя. Технические ограничения остаются, и пока менеджмент не предоставил плана выхода из сложившейся ситуации. Также мы отмечаем дополнительные риски, связанные с бумагами компании. Головная компания X5 зарегистрирована в Нидерландах, и варианты смены юрисдикции сразу на Россию, по сути, отсутствуют. Более вероятно, что компания может сначала рассмотреть переезд в другие европейские локации, вроде Кипра. На биржах у X5 представлены только расписки, и количество бумаг в Москве сильно ограничено, что приводит к низкой ликвидности торгов. Мы ожидаем от руководства группы комментарии по поводу дальнейших шагов для улучшения текущего инвестиционного профиля, что в свою очередь раскроет фундаментальную стоимость бизнеса.

Мы оценивали расписки X5 при помощи 5-летней DCF модели с WACC 13,7% и ставкой терминального роста 3%. Мы учли дополнительную премию к стоимости капитала компании в 8% для того, чтобы отразить повышенные требования инвесторов к плате за риск в текущих условиях. Премия для X5 у нас выше, чем для Магнита так как бумаги компании имеют сейчас значительно больше ограничений. В данный момент X5 торгуется по мультипликаторам дешевле Магнита. По P/E 2022 г. отставание составляет более 2 раз и схожая ситуация по EV/EBITDA 2022 г. (IAS 17). По EV/EBITDA 2022 г. группа торгуется дешевле сопоставимых компаний развитых и развивающихся рынков как минимум в 2 раза.

Вызовы и возможности

Макро

Мы подробнее останавливались на динамике российской экономики и прогнозах в нашем обзоре, посвященном [Магниту](#). Отметим, что по результатам мая продовольственная инфляция была на уровне 0,6% м/м. В годовом выражении по итогам месяца рост цен на продукты питания замедлился и составил 20,05% против 20,5% в апреле. ЦБ РФ на заседании 10 июня снизил прогноз по ожидаемой инфляции в 2022 г. до 14-17% на фоне низкого прироста потребительских цен в мае и начале июня. Прогноз на 2023 г. остался неизменным на уровне 5-7%, а с 2024 г. по-прежнему ожидается возвращение к целевому показателю в 4%. Фактическое снижение экономической активности во 2К было ниже ожиданий, и поэтому ЦБ полагает, что снижение ВВП в 2022 г. может быть меньше апрельского прогноза. Тогда регулятор говорил о возможном падении ВВП на 8-10%.

В правительство был направлен закон, согласно которому предлагается бессрочно увеличить порог по контролируемой доле рынка для ритейлеров с 25% до 35%. Порог может вообще не учитываться при сделках по выкупу активов уходящих из России иностранных игроков до конца 2022 г. Мы будем следить за тем, в каком виде будет принят данный законопроект. Комментируя его, глава Минпромторга сообщил, что инициатива позволит увеличить допустимую долю присутствия на рынке с 25% до 35% в некоторых районах. Сообщается также, что это должна быть временная обоснованная мера, которая позволит российским компаниям выкупать бизнес зарубежных игроков. Объединения поставщиков уже выражали свое несогласие с законом, указывая на монополизацию отрасли. Наибольшая доля рынка у X5 сейчас в Санкт-Петербурге и Ленинградской области — 28% по итогам 2020 г. То есть доля группы в регионе заметно выше порога и дальнейшее развитие было остановлено. В Москве и московской области доля X5 составляла порядка 18%, что подразумевает наличие потенциала для будущей экспансии. Скорее всего, ритейлеры постараются воспользоваться новым законом для ускорения консолидации рынка, особенно в наиболее прибыльных регионах с хорошей рентабельностью и быстрой окупаемостью вложений.

Динамика сопоставимых продаж X5 Retail Group

LF-показатели	1К 2020	2К 2020	3К 2020	4К 2021	1К 2022
Сопоставимые продажи	2,1%	4,0%	4,8%	9,0%	11,7%
Средний чек	12,4%	-9,3%	4,7%	7,3%	7,8%
Трафик	-9,2%	14,7%	0,1%	1,5%	3,7%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура розничных продаж и оборот цифровых бизнесов, млн руб.

Структура розничной выручки, млн руб.	1К 2021	1К 2022	+/-
Чистая розничная выручка	501 730	595 767	18,7%
Пятерочка	406 710	489 193	20,3%
%	81,1%	82,1%	1,0 п.п.
Перекресток	85 085	102 574	20,6%
%	17,0%	17,2%	-0,8 п.п.
Карусель	9 749	5 430	-4,3%
%	1,9%	0,9%	-1,0 п.п.
Чижики	118	4 099	3373,7%
%	0,0%	0,7%	0,7 п.п.
Много Лосося	68	480	
%	0,0%	0,1%	

Оборот цифровых бизнесов, млн руб.	1К 2021	1К 2022	+/-
Чистая выручка	10 456	18 807	79,9%
Перекресток Впрок	4 481	6 519	45,5%
%	42,9%	34,7%	-8,2 п.п.
Экспресс-доставка	5 476	11 029	101,4%
%	52,4%	58,6%	6,2 п.п.
SPost	431	779	80,7%
%	4,1%	4,1%	0,0 п.п.
Много Лосося	68	480	605,9%
%	0,7%	2,6%	1,9 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты X5 Retail Group за 1К 2022 г., млн руб.

Финансовые показатели, млн руб.	1К 2021	1К 2022	+/-
Выручка:	507 191	604 230	19,1%
Чистая розничная выручка	505 782	601 776	19,0%
Прочая выручка	1 409	2 454	74,2%
Валовая прибыль	127 625	148 472	16,3%
Рентабельность валовой прибыли	25,2%	24,6%	-0,6 п.п.
Скор. EBITDA	35 475	42 532	19,9%
Рентабельность скор. EBITDA	7,0%	7,0%	0,0 п.п.
EBITDA	35 046	41 909	19,6%
Рентабельность EBITDA	6,9%	6,9%	0,0 п.п.
Чистая прибыль	9 163	5 022	-45,2%
Рентабельность чистой прибыли	1,8%	0,8%	-1,0 п.п.

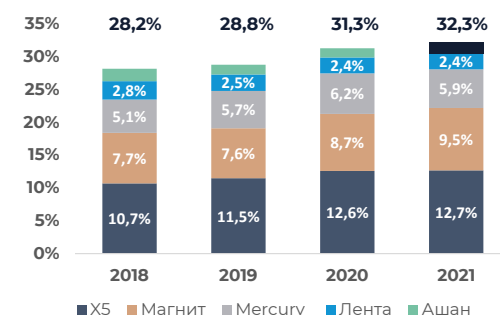
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности целевой цены

WACC/TGR	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,7%			3 584		
12,7%			3 066		
13,7%	2 414	2 514	2 624	2 745	2 878
14,7%			2 299		
15,7%			2 006		

Оценка: Велес Капитал

Доля топ-5 игроков на рынке торговли продуктами питания (в 2021 г. Светофор обошел Ашан в топе)



Источник: Infoline; оценка: Велес Капитал



Открытия

Компания скорректирует открытия в этом году относительно своего первоначального плана в 1,7-2 тыс. магазинов gross. Мы полагаем, что количество открытий составит около 1,5 тыс. магазинов gross, что обеспечит рост торговой площади в 5,6% г/г против 7% в 2021 г. Упор будет сделан на самые актуальные в данный момент форматы магазинов «у дома» и дискаунтеров, а программа развития супермаркетов должна быть урезана до минимума. Гипермаркеты продолжают закрывать и переделывать в большие супермаркеты, где это возможно. Мы ожидаем, что X5 откроет 1,2 тыс. Пятерочек и 300 дискаунтеров Чижик. На фоне снижения ставки финансирования становится более доступным, и компания может открыть больше магазинов, чем мы закладываем. Если группа решит расширить программу экспансии, то дополнительные магазины, по нашему мнению, будут также открываться в малых форматах.

Мы полагаем, что начиная со следующего года X5 могут вернуться к прежним планам открытий по супермаркетам и магазинам у дома на уровне 1,5 тыс. магазинов gross. Программа развития дискаунтеров должна быть ускорена, если X5 постарается уложиться в прежний озвученный план 3 тыс. магазинов за 3 года. Мы закладываем открытие примерно 1,4 тыс. Чижиков начиная с 2023 г. Подобная программа экспансии позволит увеличить торговую площадь более чем на 10% г/г в следующем году. За период 2022-2026 гг. компания может увеличивать торговую площадь среднегодовым темпом в 8,2%. Мы полагаем, что X5 продолжит избавляться от гипермаркетов в долгосрочной перспективе, но это уже не окажет особого влияния на продажи, так как доля Карусели в выручке упала ниже 1%.

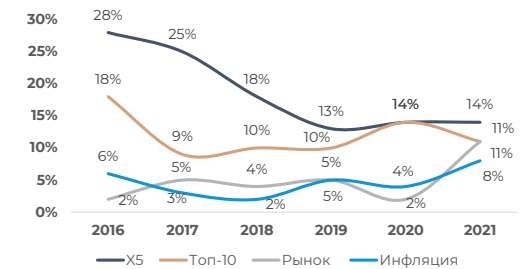
Продажи

В этом году высокий темп роста продовольственной инфляции останется определяющим фактором расширения объема продаж. Мы ожидаем, что в течение года сопоставимые продажи будут расти по большей части за счет среднего чека при нейтральной динамике трафика. Ритейлеры уже отмечают эффект trading down, когда покупатели приобретают меньше товаров за раз в силу экономии или выбирают более дешевые аналоги. Это приводит к некоторой оптимизации темпов роста относительно инфляции. Мы рассчитываем, что в этом году выручка X5 вырастет на 19% г/г, при ранее заявленной цели обеспечить рост выше 10%. В ближайшие 5 лет среднегодовой рост выручки может составлять около 13%. За счет ускорения роста торговой площади в следующем году темпы увеличения продаж могут не сильно замедлиться. Инфляция, вероятно, также будет оставаться на повышенных уровнях минимум до 2024 г. В своей стратегии менеджмент X5 раскрывал прогноз по росту до 2024 г. выше 12% в год. При этом сейчас сдвигается на более позднее время цель достигнуть доли рынка 15%, которая ранее была заявлена на 2023 г. Дискаунтеры будут важным триггером роста продаж, и уже к концу 2024 г. их доля в выручке может составить 10%, а в 2026 г. увеличится до 15%. Сейчас, по нашим расчетам, дискаунтеры демонстрируют в 2,6 раза более высокий показатель плотности продаж на кв. м., чем магазины «у дома». Рост их доли в продажах будет способствовать общему росту плотности продаж группы.

Рентабельность

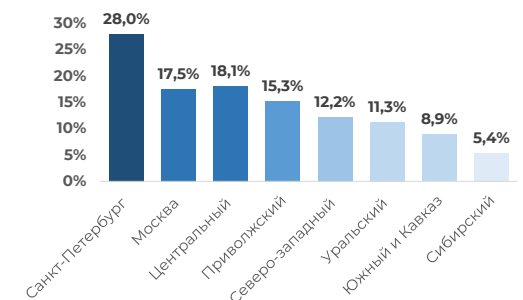
В этом году на валовую рентабельность группы может оказывать давление ряд факторов, в частности, снижение бек-маржи на фоне массового отказа поставщиков от промо. Доля промо в выручке, как сообщает компания снизилась с привычных 35% до 25-27% и пока не восстанавливается. Возвращение промо, на наш взгляд, будет напрямую увязано со спросом и состоянием потребителя. Среди других возможных негативных факторов рост стоимости логистики, но пока крупным ритейлерам удается компенсировать эти затраты. Мы не видим давления на валовую маржу из-за высокой инфляции, так как компании стабильно переносят рост цен на полку. Сейчас мы полагаем, что валовая маржа X5 в этом году снизится на 0,3 п.п. г/г до 24,8%. Мы ожидаем, что компания сможет продемонстрировать улучшение валовой маржи в будущие годы. Негативным фактором будет выступать масштабирование дискаунтеров, так как они имеют более низкую валовую рентабельность и

Рост продаж X5 относительно других ритейлеров и рынка



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Доля рынка X5 по федеральным округам, итоги 2020 г. (Москва и Санкт-Петербург включая области)



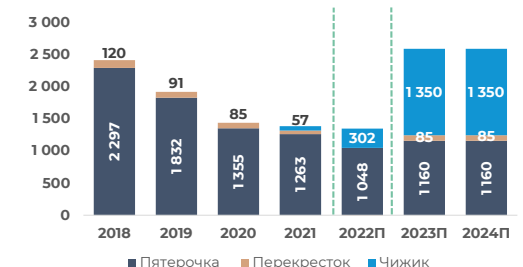
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Актуальные форматы группы X5: ожидаемая доля СТМ, средняя торговая площадь и ассортимент



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Открытия новых магазинов группы (net) в основных форматах, шт.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



рентабельность EBITDA по сравнению с Пятерочкой и Перекрестком. Рентабельность EBITDA Пятерочки в 2021 г. была выше 8%, а Перекрестка около 7%, и мы полагаем группа постарается дополнительно увеличить эти показатели, чтобы компенсировать снижение от новых бизнесов. В ходе презентации стратегии менеджмент сообщал, что ожидает рентабельность EBITDA на стабильном уровне выше 7% в период до 2024 г. Этот показатель складывается из маржи более 8% в зрелых бизнесах и менее 7% в новых направлениях дискаунтеров и онлайн-торговли. Мы закладываем рентабельность EBITDA группы в 7,3% по итогам этого года и ожидаем, что такой уровень будет сохраняться до 2024 г. включительно. В текущем году поддержка рентабельности будет оказывать сильная динамика продаж при положительном эффекте операционного рычага. Показатель соответствует маржинальности в 2020-2021 гг. и укладывается в стратегию компании. По мере роста операционной эффективности сети Чижик и онлайн-торговли маржа EBITDA может продемонстрировать улучшение до уровня 7,5-7,6%.

Онлайн

Рынок онлайн-торговли продуктами питания продолжает демонстрировать сильные показатели роста. За 1К, в том числе благодаря ажиотажному спросу на некоторые категории товаров рынок вырос более чем в 2 раза г/г и составил 165 млрд руб. (оценка Infoline). В последующие периоды рост должен замедлиться, но все равно останется высоким относительно темпов розничной торговли в целом. Онлайн-сегмент X5 в 1К увеличил продажи на 80% г/г. Мы полагаем, что по итогам года оборот сегмента увеличится с 48 млрд руб. до 75-80 млрд руб., что эквивалентно 3% от совокупных продаж группы. К 2026 г. доля онлайн от выручки может составить уже около 6%. Главным драйвером роста останется экспресс-доставка. Компания не сообщала о том, как продвигаются переговоры со Сбербанком относительно онлайн-гипермаркета и не исключено, что они сейчас поставлены на паузу. Рассчитать актуальную стоимость онлайн-бизнеса X5 сейчас проблематично, но она может превышать 100 млрд руб., то есть 15% текущего EV или почти половину капитализации.

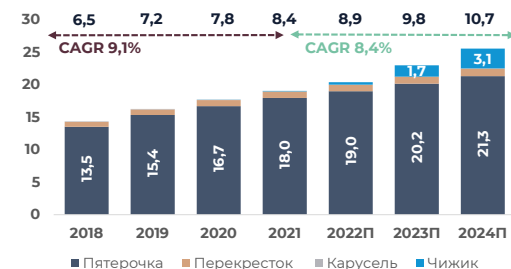
Капитальные затраты

В текущем году CAPEX может значительно снизиться относительно результата 2021 г. По нашим оценкам, инвестиции составят 73 млрд руб. против почти 100 млрд руб. годом ранее. Подобное сокращение инвестиций в нашей модели вызвано меньшими затратами на открытие магазинов и их обновление. В текущем году X5 может обновить всего 200 магазинов против 1 тыс. в прошлом году. Затраты на каждое обновление дополнительно снизились, так как компания теперь в меньшей степени практикует полную перестройку торговой точки и больше осуществляет поузловую замену частей. Новые магазины покупатель в ряде регионов воспринимает как более дорогие, что в текущих экономических условиях негативно отражается на трафике. Проще и дешевле не привязываться к полной перестройке, меняя только необходимые части и техническую базу. Раньше стоимость обновления магазина могла быть на уровне стоимости открытия, а теперь в среднем будет в 2 раза ниже. Также группа больше не ставит целью обновить все магазины за определенный срок. Мы думаем, что CAPEX значительно вырастет со следующего года на фоне роста затрат на открытия, обновления и логистическую инфраструктуру. Логистика будет важной статьёй расходов в ближайшие годы, так как дискаунтерам потребуются новые мощности и распределительные центры. Доля этих расходов должна вырасти с 10% в 2021 г. до 17-18% в 2024 г. в процентах от выручки, на наш взгляд, капитальные затраты будут оставаться вблизи 3,5% с 2023 г. Ранее X5 заявляли цель по капитальным затратам не выше 4,5% от выручки до 2024 г. включительно.

Дивиденды и денежные потоки

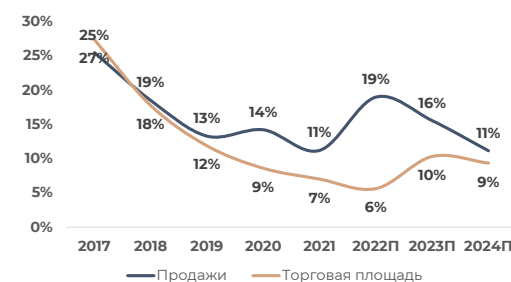
Как мы писали выше, мы не ожидаем, что в этом году компания вернется к выплате дивидендов. Главная причина здесь кроется в технических проблемах и пристальном внимании регулятора. В нашей модели заложена возможная выплата дивидендов в следующем году на уровне 50 млрд руб., что соответствует объему распределенных средств в 2021 г. При текущей цене такой объем дивидендов мог бы обеспечить доходность более 20%. Однако мы пока не видели от менеджмента конкретных

Динамика количества магазинов и торговой площади, тыс. шт. и млн. кв. м.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика розничных продаж и торговой площади группы



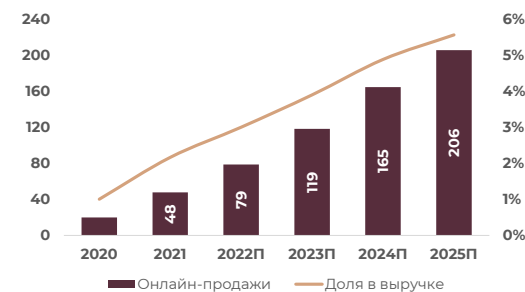
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Рентабельность валовой прибыли и EBITDA X5 Retail Group



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Ожидаемая динамика онлайн-продаж и их доля в выручке группы, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



действий или объявленных планов по преодолению технических проблем, что ставит под сомнение возможность выплаты. Мы полагаем, что в текущей ситуации рынок вообще не закладывает возвращения дивидендов Х5 в обозримом будущем и это оказывает дополнительное давление на стоимость расписок. Вариантами выхода могли бы стать снятие ряда ограничений зарубежными и российскими структурами (пока маловероятно) или смена юрисдикции и начало торгов акций. При этом процесс смены юрисдикции, как и конвертация расписок в акции, может занять более года и, скорее всего, столкнется со значительными трудностями. Динамика денежных потоков Х5 не вызывает у нас особых опасений. За счет сильного роста продаж, стабильной рентабельности и относительно небольших капитальных затрат группа в этом году может получить очень весомый свободный денежный поток. Уже по итогам 1К объем денежных средств на балансе превысил 53 млрд руб., а на краткосрочных депозитах находились еще 51 млрд руб. Скорее всего, год компания завершит с сильной денежной позицией.

M&A

На наш взгляд, Х5 продолжит придерживаться прежней тактики в отношении сделок. То есть группа будет рассматривать преимущественно покупку небольших сетей с размером до 100 магазинов. Если будет снято ограничение по доле при покупке иностранных игроков, компания сможет приобретать активы даже в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. В частности, объектом поглощения, как уже было объявлено, станет финская сеть супермаркетов Prisma. Даже при наличии сильной денежной позиции подходящих объектов на рынке сейчас немного и поэтому Х5, вероятно, акцентирует внимание на органической экспансии.

Оборотный капитал

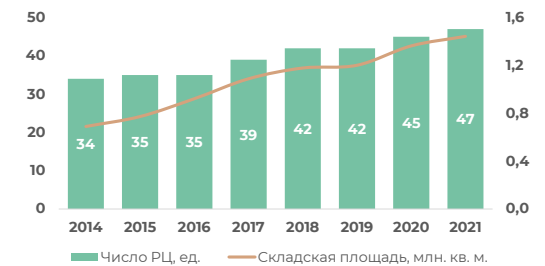
Показатели оборачиваемости Х5 в последние несколько лет достаточно стабильны и вряд ли заметно изменятся в дальнейшем. Коэффициенты относительно отрасли выглядят сильно и потенциал улучшения весьма ограничен. Влияние дискаунтеров может проявиться в ближайшие годы по мере роста их доли в выручке. Оборачиваемость товаров в малых форматах в целом должна быть на высоком уровне. Таким образом, мы не закладываем существенного влияния на денежные потоки со стороны колебаний оборотного капитала.

Структура и динамика капитальных затрат Х5, млрд руб.



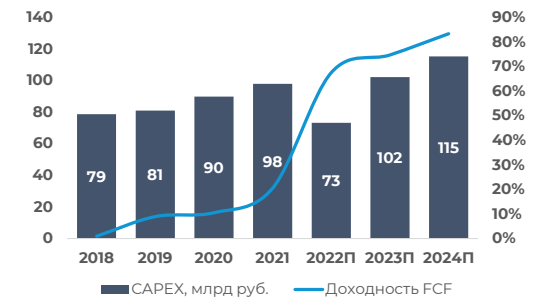
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика капитальных затрат и доходности FCF, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Рыночная капитализация и сравнительные мультипликаторы X5
Retail Group, млн долл. (IFRS 16)

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
X5 Retail Group	Россия	3 812	18 729	0,4	0,4	0,3	3,4	2,9	2,6	3,3	2,2	1,7
Магнит	Россия	8 296	16 699	0,4	0,4	0,4	3,6	3,2	2,9	7,2	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 Birlesik	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
Loblaws	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 X5 Retail Group

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Выручка, в т.ч.:	2 204 819	2 624 293	3 031 732	3 369 707
Чистая розничная выручка	2 194 477	2 611 120	3 017 241	3 353 767
Прочая выручка	10 342	13 174	14 491	15 940
Операционные расходы	(1 643 502)	(1 964 019)	(2 264 704)	(2 513 802)
Валовая прибыль	561 317	660 274	767 028	855 906
SG&A и прочие опер. доходы/расходы	(293 467)	(342 191)	(398 711)	(442 925)
Скор. EBITDA	271 023	318 083	368 318	412 980
ЛТИ	(3 011)	(1 576)	(1 500)	(1 500)
EBITDA	267 850	316 260	366 818	411 480
Амортизация и корректировки	(150 278)	(160 788)	(166 813)	(174 090)
EBIT	117 572	155 472	200 004	237 390
Прочие доходы/расходы	(56 830)	(63 699)	(61 421)	(61 421)
Прибыль до налогообложения	60 742	91 772	138 584	175 969
Налог на прибыль	(18 004)	(25 469)	(38 460)	(48 836)
Чистая прибыль	42 738	66 303	100 123	127 134

Баланс, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Внеоборотные активы	1 010 270	922 718	858 147	799 340
Основные средства и НМА	476 178	463 391	473 585	489 544
Прочие внеоборотные активы	534 092	459 327	384 561	309 796
Оборотные активы	276 478	446 744	596 552	750 781
Оборотные активы	187 030	210 601	248 132	281 338
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	63 386	63 386	63 386	63 386
Денежные средства и эквиваленты	26 062	172 757	285 034	406 057
Итого активы	1 286 748	1 369 462	1 454 699	1 550 121
Средства акционеров	87 629	153 932	204 056	271 190
Акционерный капитал	87 629	153 932	204 056	271 190
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	716 268	716 268	716 268	716 268
Долгосрочные кредиты и займы	206 571	206 571	206 571	206 571
Прочие долгосрочные обязательства	509 697	509 697	509 697	509 697
Краткосрочные обязательства	482 851	499 261	534 375	562 663
Краткосрочные кредиты и займы	87 767	87 767	87 767	87 767
Оборотные обязательства	212 949	229 359	264 473	292 761
Прочие КО	182 135	182 135	182 135	182 135
Итого обязательства и средства	1 286 748	1 369 462	1 454 699	1 550 121

Движение денежных средств, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Операционная деятельность	227 462	219 931	264 519	296 306
Прибыль до налогообложения	60 742	91 772	138 584	175 969
Налоги и проценты	(70 481)	(25 469)	(38 460)	(48 836)
Корректировки	204 786	160 788	166 813	174 090
Изменение оборотного капитала	32 415	(7 161)	(2 417)	(4 918)
Инвестиционная деятельность	(139 435)	(73 236)	(102 242)	(115 283)
Приобретение внеоборотных активов	(76 574)	(60 919)	(85 047)	(95 895)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(15 482)	(12 317)	(17 195)	(19 388)
Прочее	(47 379)	0	0	0
Финансовая деятельность	(81 973)	0	(50 000)	(60 000)
Изменение долга	32 760	0	0	0
Обратный выкуп акций	(34)	0	0	0
Выплата дивидендов	(50 006)	0	(50 000)	(60 000)
Прочее	(64 693)	0	0	0
Изменение денежных средств	6 054	146 695	112 277	121 023

WACC	
Безрисковая ставка	10,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	8,0%
Стоимость СК	24,2%
Beta	0,89
Стоимость долга	9,0%
Доля СК	40%
Доля долга	60%

WACC	
	13,7%

Свободный денежный поток	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EBIT	104 583	129 084	146 700	167 723
NOPAT	74 467	94 361	107 239	122 606
Амортизация	86 187	92 212	99 489	106 706
Кап. затраты	73 236	102 242	115 283	125 856
Изменение ОК	7 161	2 417	4 918	6 233
Свободный денежный поток (FCFF)	80 258	81 913	86 527	97 223

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	3,0%		
Сумма ДДП (+)	302 591		
Терминальная стоимость (+)	482 052		
Справедливая стоимость бизнеса	784 643		
Чистый долг (-)	268 276		
Доля миноритарных акционеров (-)	0		
	01.01.2022	16.06.2022	12mo
Справедливая стоимость акц. капитала	516 367	573 612	712 598
Количество GDR			271,6
Справедливая стоимость GDR, руб.			2 624

Рыночные мультипликаторы, x	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EV/Sales	0,7	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	5,6	2,9	2,2	1,7
EV/EBIT	12,7	5,9	4,0	2,9
P/E	15,2	3,4	2,2	1,8
P/BV	0,5	0,2	0,2	0,1
FCF Yield	21%	66%	73%	81%
EPS, руб. (GDR)	157	244	369	468

Кoeffициенты	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
<i>Рентабельность валовой прибыли</i>	25,5%	25,2%	25,3%	25,4%
<i>Рентабельность скор. EBITDA</i>	12,3%	12,1%	12,1%	12,3%
Рентабельность EBITDA	12,1%	12,1%	12,1%	12,2%
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>	1,9%	2,5%	3,3%	3,8%
ROE	46,8%	54,9%	55,9%	53,5%
ROA	3,5%	5,0%	7,1%	8,5%
ROIC	6,4%	9,1%	12,3%	15,2%
Чистый долг/EBITDA (IAS 17), x	1,7	0,6	0,0	-0,5



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