



04 мая 2021 г.

X5 Retail Group (FIVE)

Цель: 3 152 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

Укрепляя лидерство

По итогам 2020 г. группа X5 вновь немного увеличила отрыв от ближайшего конкурента. Холдинг остается несменным лидером в розничной торговле продуктами питания и продолжающийся тренд на консолидацию и расширение современной розницы, по нашему мнению, будет и дальше позитивно сказываться на финансовых результатах компании. Менеджмент ставит перед собой амбициозную цель по увеличению контролируемой доли рынка примерно до 15% к концу 2023 г. Для этого X5 будет наращивать оборот более чем на 10% каждый год в течение следующих трех лет, но при этом поддержит рентабельность EBITDA выше 7%. Также должно помочь развитие онлайн-сегмента, в котором группе удалось занять одну из лидирующих позиций. На наш взгляд, рынок сейчас в значительной степени не учитывает потенциал этого направления. Дивиденды за 2020 г. составили 50 млрд руб., что на 75% выше показателя предшествующего года и, скорее всего, X5 продолжит постепенно увеличивать выплаты каждый год при росте бизнеса. Мы по-прежнему рекомендуем «Покупать» бумаги компании с целевой ценой 3 152 руб. за GDR.

В текущем году ритейлер намерен открыть 1,4 тыс. магазинов Пятерочка и еще 100 супермаркетов (gross). В рамках финального этапа трансформации гипермаркетов, как мы ожидаем, будут закрыты три магазина и еще 16 передадут сети Перекресток. Таким образом суммарная торговая площадь увеличится только на 6,3% г/г против роста на 9,1% г/г в прошлом году. Продажи, согласно нашим оценкам, вырастут на 10% г/г, чему помимо расширения торговой площади будут способствовать дальнейшее расширение онлайн-сегмента и сильная динамика LFL на фоне перехода к новому CVP. Всего компания планирует обновить около 1,5 тыс. магазинов формата «у дома» и порядка 40-50 супермаркетов. Это позволит по итогам года увеличить долю обновленных магазинов примерно до 30%. Мы ожидаем, что холдингу удастся показать рост валовой маржи и сохранить рентабельность EBITDA вблизи уровня прошлого года в 7,2%. Капитальные затраты с учетом ускорения обновлений, а также увеличения расходов на IT и новые форматы могут составить 98,8 млрд руб.

В ближайшие 5 лет мы оцениваем CAGR выручки X5 Retail Group в 10,1%, а торговая площадь при этом будет увеличиваться с CAGR 6,1%. То есть, почти половина роста обеспечивается улучшением сопоставимых продаж и динамикой онлайн-сегмента. При росте рынка с CAGR около 4% доля X5 составит 14,2% в 2023 г. и 16,1% в 2025 г. Согласно нашим оценкам, выручка e-grocery может вырасти до 133 млрд руб. в 2023 г. (5% оборота холдинга) и до 224 млрд руб. (7% оборота) в 2025 г. Программа обновлений, вероятно, будет ускорена в будущие годы, что позволит обновить более 75% магазинов к концу 2025 г. Компания прогнозирует, что рентабельность EBITDA останется выше 7%, но, на наш взгляд, вряд ли заметно оторвется от этой отметки. Мы ожидаем средний показатель маржинальности в 2021-2025 гг. на уровне 7,3%. Наша оценка CAPEX находится в диапазоне 98-114 млрд руб. в течение прогнозного периода.

Менеджмент X5 сообщал о планах увеличивать абсолютную сумму дивидендов каждый год. На наш взгляд, в этом году компания может заплатить около 55 млрд руб., что дает доходность на уровне 8,7% к текущей цене, и будет повышать выплаты на 5 млрд руб. каждый последующий год. В 2025 г. доходность может составить более 11,5% к текущей цене. Мы ожидаем, что компания не будет проводить обратные выкупы акций и сосредоточится на дивидендах.

Отечественные ритейлеры остаются дешевле мировых аналогов по

Динамика индексов и GDR X5 Retail Group



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

FIVE

Тикер на МосБирже

2 330

Текущая цена, руб.

2 071/3 119

Мин/макс цена, 12м

3 152

Справедливая цена

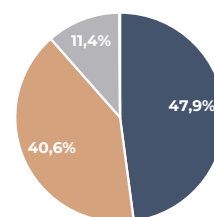
35,3%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала X5 Retail Group (на 31.12.2020 г.)



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

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 2020 г.

Магазины, шт.	2019	2020	+/-
Всего:	16 297	17 707	8,7%
Пятерочка	15 354	16 709	8,8%
Открыто (net)	1 832	1 355	-26,0%
Перекресток	852	933	9,5%
Открыто (net)	92	86	-6,5%
Карусель	91	56	-38,5%
Открыто (net)	-3	-35	-

Торговая площадь, тыс. кв. м
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м.

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



мультипликаторам EV/EBITDA и P/E. С большим дисконтом торгуются операторы гипермаркетов Лента и Окей. После периода бурного роста в 2020 г. динамика акций у компаний сектора в начале года пока заметно скромнее. На фоне слабой динамики котировок мультипликатор EV/EBITDA 2021 г. у X5 Retail Group практически сравнялся с показателем Магнита. На наш взгляд, это говорит о заметной недооценке бумаг группы с учетом ее лидерства на рынке, понятного и прозрачного инвестиционного профиля, высокой дивидендной доходности и существенного потенциала роста бизнеса. Мы полагаем, что положительная переоценка ритейлеров рынком возможна после прохождения основного периода неопределенности в финансовых результатах во второй половине года.

При оценке онлайн-бизнеса X5 через мультипликатор EV/GMV 2021 г. Ozon в 2,6х, его стоимость может составлять 125 млрд руб., или 8,8% текущей капитализации компании. Если взять средний мультипликатор EV/GMV 2021 г. у Ozon, Allegro и Sea в 2,0х, то стоимость бизнеса составит 96 млрд руб., или 6,8% капитализации. Для раскрытия реальной стоимости этого подразделения группа может провести его IPO. На наш взгляд, онлайн-бизнес вряд ли выйдет на биржу раньше 2023 г., и к тому времени он может вырасти почти в 3 раза от текущих уровней. По словам представителей X5, на момент IPO в конце 2022 или начале 2023 г. стоимость e-commerce проектов может составлять 3-4,5 млрд долл.

Мы оценивали бумаги X5 Retail Group при помощи 5-летней DCF-модели с WACC на уровне 11,1% и ставкой терминального роста в 3%. Денежные потоки для оценки были рассчитаны 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.

Стратегия роста

Макро: Макроэкономическая ситуация была скорее позитивной для ритейлеров в начале года благодаря продуктовой инфляции, которая составила 7,6% в марте и 7,4% по итогам 1К. В апреле инфляционные ожидания населения и наблюдаемая инфляция достигли пикового значения за последние 4 года. Подробнее о динамике макроэкономических показателей мы писали в нашем обзоре [Магнита](#), а также обзоре, посвященном [розничной торговле](#). В прошлом году ритейлеры зафиксировали два основных периода повышенного спроса — это начало пандемии в конце марта-начале апреля и оживление экономики после первой волны в июне. Сравнительные показатели, как ожидается, будут демонстрировать слабость в эти периоды. Согласно данным Сбербанка, в конце марта и большую часть апреля индекс потребительской активности был на самом высоком уровне этого года и превышал 70 пунктов (более 75 на неделе с 12 по 18 апреля). Нормализованный показатель расходов на продовольствие в апреле демонстрировал рост более 5% г/г. Нормализованные расходы в продуктовых магазинах прибавляли около 6% г/г, а траты в кафе, барах и ресторанах оставались на 17% ниже допандемийного уровня (-12,4% на неделе с 12 по 18 апреля). Мы не ожидаем, что сегмент HoReCa сможет полностью восстановиться в этом году, и также пока маловероятно полное открытие границ. Это создает благоприятные условия для отечественных продуктовых ритейлеров, несмотря на эффект базы.

Открытия: Согласно данным Infoline, доля группы на рынке розничной торговли продуктами питания в России по итогам 2020 г. увеличилась на 1,3 п.п., до 12,8%. Разрыв с Магнитом стал больше на 0,1 п.п. и составил 4 п.п. По нашим прогнозам, консолидация рынка продолжится, и доля группы будет постепенно увеличиваться. В данный момент около 50-60% открытий X5 происходит на местах, где ранее были менее эффективные игроки, что обеспечивает доступность новых торговых площадей. По доле рынка холдинг достиг порога в 25% только в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, а в остальных регионах сохраняется значительный потенциал роста. В частности, контролируемая доля рынка в Москве и Московской области, где плотность продаж превышает 350 тыс. руб. на кв. м. (показатель группы 261 тыс. руб. на кв. м.), составляет только 16%. Большой

Динамика сопоставимых продаж X5 Retail Group

LF-показатели	1К 2020	2К 2020	3К 2020	4К 2020	1К 2021
Сопоставимые продажи	5,7%	4,3%	6,9%	5,7%	2,1%
Средний чек	1,9%	26,1%	8,8%	13,3%	12,4%
Трафик	3,7%	-17,2%	-1,8%	-7,2%	-9,2%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура розничных продаж и оборот цифровых бизнесов, млн руб.

Структура розничной выручки, млн руб.	2019	2020	+/-
Чистая розничная выручка	1 727 714	1 973 346	14,2%
Пятерочка	1 366 657	1 597 174	16,9%
%	79,1%	80,9%	1,8 п.п.
Перекресток	273 181	320 460	17,3%
%	15,8%	16,2%	0,4 п.п.
Карусель	87 397	55 662	-36,3%
%	5,1%	2,8%	-2,3 п.п.

Оборот цифровых бизнесов, млн руб.	2019	2020	+/-
Чистая выручка	4 341	20 066	362,2%
Перекресток Впрок	4 310	13 271	207,9%
%	99,3%	66,1%	
Экспресс-доставка	0	6 112	-
%	0,0%	30,5%	
SPost	31	683	2103,2%
%	0,7%	3,4%	

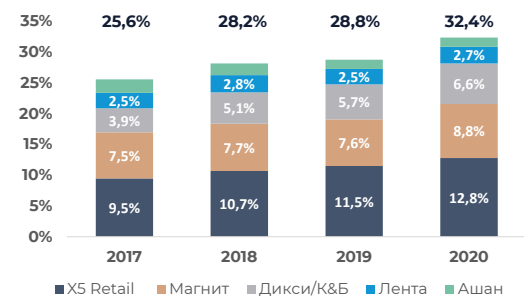
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты X5 Retail Group в 2020 г., млн руб.

Финансовые показатели, млн руб.	2019	2020	+/-
Выручка:	1 734 347	1 978 026	14,1%
Чистая розничная выручка	1 727 714	1 973 346	14,2%
Прочая выручка	6 633	4 680	-29,4%
Валовая прибыль	425 798	487 223	14,4%
Рентабельность валовой прибыли	24,6%	24,6%	0 п.п.
Скор. EBITDA	127 383	145 482	14,2%
Рентабельность скор. EBITDA	7,3%	7,4%	0,1 п.п.
EBITDA	122 585	145 137	18,4%
Рентабельность EBITDA	7,1%	7,3%	0,2 п.п.
Чистая прибыль	25 908	39 180	51,2%
Рентабельность чистой прибыли	1,5%	2,0%	0,5 п.п.

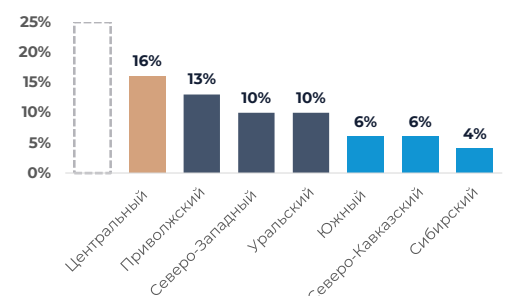
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: Infoline; оценка: Велес Капитал

Доля рынка под контролем X5 по федеральным округам на конец 2020 г.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



потенциал остается в Южном и Северо-Кавказском федеральных округах, а также в Сибири (доля группы там не превышает 6%).

В текущем году компания планирует открыть около 1,5 тыс. магазинов (gross). Мы закладываем, что они распределятся на 1,4 тыс. новых магазинов Пятерочка и 110 магазинов Перекресток, включая 16 торговых точек от сети Карусель. По итогам трансформации общее число гипермаркетов может сократиться до 37. Также группа расширит пилот дискаунтеров Чижик и откроет еще 45 магазинов в данном формате, а их общее количество увеличится до 50. Согласно нашим прогнозам, закрыто будет порядка 264 торговых точек в двух основных форматах и еще три гипермаркета. В последующие годы мы не ожидаем ускорения открытий в основных форматах, но фактором риска является масштабирование дискаунтеров. Итоги пилотного проекта менеджмент холдинга подведет в конце этого года, и тогда компания сможет предоставить больше информации о будущем этого формата. Мы сейчас оцениваем вероятность успеха пилота как высокую. Решение по поводу дальнейшей судьбы гипермаркетов должно быть принято в течение ближайшего года. По итогам трансформации они могут быть закрыты, проданы или репрофилированы.

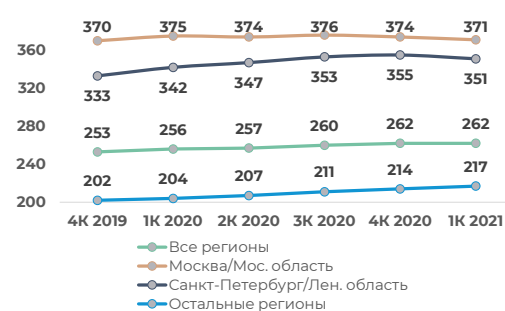
Эффективность открытий у X5 остается на высоком уровне. В 2020 г. доля магазинов в EBITDA Clinic колебалась в диапазоне 3-6%, а ROI для новых магазинов составлял более 30%.

Дискаунтеры: Решение группы начать тестирование дискаунтеров объясняется несколькими факторами: 1) негативная динамика реальных располагаемых доходов подталкивает население к большей экономии и тщательному выбору продуктов, что создает спрос в сегменте; 2) сегмент дискаунтеров европейского стиля практически свободен от конкурентов и на рынке есть большое количество доступных площадей для масштабирования. Тинькофф Data сообщает, что 50% опрошенных россиян в кризис пересмотрели свои потребительские приоритеты, а четверть стала реже совершать покупки и при этом следит за скидками. Наиболее быстро растущей крупной розничной сетью по итогам 2020 г. стала сеть Светофор, что, на наш взгляд, также говорит в пользу формата. По прогнозу InfoLine, оборот мягких дискаунтеров и магазинов «у дома» вырастет примерно на 1,5 трлн руб. уже к 2023 г., а оборот жестких дискаунтеров увеличится на 50%, до 0,6 трлн руб. Руководство X5 отмечает, что в России существует потенциал для открытия тысяч подобных магазинов.

CVP формата подразумевает торговую площадь в 200-250 кв. м. против среднего показателя в 392 кв. м. у Пятерочки и ассортимента из примерно 800 SKU (4,5 тыс. SKU у Пятерочки). Доля СТМ у дискаунтеров должна находиться на рекордно высоком уровне в 60%, но будет увеличиваться постепенно. Большая часть СТМ будут уникальными, что также позволит диверсифицировать магазины от прочих форматов X5 и других игроков. Цена является основным конкурентным преимуществом, а стоимость корзины дискаунтеров еще ниже, чем в магазинах «у дома». Обеспечивается это за счет высокой доли СТМ и экономии на операционных затратах (например, персонал). Дискаунтеры обеспечивают высокие продажи с квадратного метра и быструю оборачиваемость товаров. Уникальный ассортимент потенциально дает возможность открывать дискаунтеры Чижик даже в местах с высокой плотностью магазинов «у дома». Маленькая площадь и простое оформление позволяют заметно снизить капитальные затраты на открытие по сравнению с другими форматами X5. CAPEX на один магазин, по нашим расчетам, может составить около 6-7 млн руб., а показатель окупаемости будет выше, чем у Пятерочки.

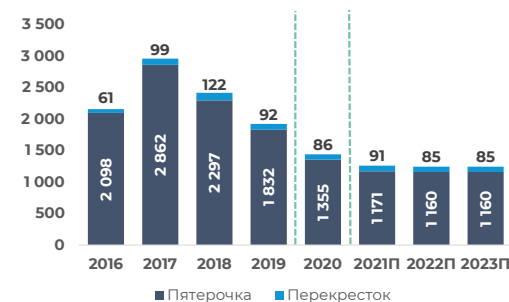
Продажи: Согласно представленной в прошлом году стратегии, продажи X5 должны расти более чем на 10% каждый год до 2023 г., а контролируемая доля рынка может увеличиться примерно до 15%. В 2019 г. руководство группы сообщало, что динамика сопоставимых продаж должна обеспечивать более половины роста выручки начиная с 2021 г., но приход пандемии мог внести некоторые коррективы в эти планы. Согласно нашим текущим оценкам, расчетный показатель LFL-продаж 2021-2025 гг. в среднем составит 4,0%, а среднегодовой рост торговой площади будет на уровне 6,1%. Наш прогноз пока не учитывает раскату дискаунтеров, что

Плотность продаж X5, тыс. руб. на кв. м. (12M)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика плотности продаж и сопоставимых продаж X5 по кварталам



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Количество магазинов (тыс.) и динамика торговой площади (млн кв. м.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



является фактором положительного риска для оценки торговой площади. Способствовать сильной динамике сопоставимых продаж должна программа обновления магазинов, полностью запущенная в прошлом году. В X5 Retail Group отмечают, что LFL-продажи в магазинах Пятерочка нового формата растут более чем на 10%. Уже по итогам этого года может быть обновлено около 30% от всех торговых точек, а весь процесс займет 5-6 лет. Дополнительным фактором роста продаж является быстрое масштабирование онлайн-проектов группы. После прохождения периода низкой базы в марте этого года, когда продажи выросли только на 2,9% г/г, рост в апреле ускорился до 6,8% г/г, а в последнюю неделю месяца составил около 15% г/г. Мы пока не видим существенных рисков для прогноза группы по росту в этом году не менее 10%.

Онлайн: По итогам 2020 г. продажи онлайн-сегмента составили 20,1 млрд руб. (+362% г/г), включая 13,2 млрд руб. от онлайн-гипермаркета Перекресток Впрок (66% продаж), 6,1 млрд руб. от экспресс-доставки из магазинов «у дома» и супермаркетов (30% продаж) и еще 683 млн руб. от поставатов 5Post (3,4% продаж). Группа ожидает, что в 2023 г. доля онлайн-сегмента в продажах составит не менее 5%, а контролируемая доля рынка в России увеличится более чем до 20%. Согласно нашим расчетам, это означает, что выручка 2023 г. будет на уровне 133 млрд руб., а в текущем году продажи могут вырасти на 140% г/г, до 48 млрд руб. Вклад онлайн-подразделения в рост выручки группы может составить около 1,5 п.п. В целом рынок e-grocery по итогам 2023 г. способен увеличиться до 605 млрд руб. против 155 млрд руб. в прошлом году. Дополнительный толчок развитию e-grocery в России может придать разрешение на продажу алкоголя в интернете.

Онлайн-гипермаркет находится в процессе запуска маркетплейса. В товарный ряд добавляются новые категории, смежные с потреблением еды, а ассортимент уже в этом году будет расширен с текущих 50 тыс. до более чем 100 тыс. SKU. Сейчас Перекресток Впрок действует в 20 регионах, из которых доставка до двери доступна в 10, включая Москву и Московскую область, Санкт-Петербург и Ленинградскую область, а также Нижний-Новгород. Остальные были подключены в текущем году через 5Post, и в них доступен самовывоз (за исключением продуктов категории фреш и ультра-фреш). Всего действует 5 дарксторов, но к 2022 г. их число увеличится до 8. Стоимости открытия каждого составляет порядка 600-800 млн руб. в зависимости от площади. До конца второго квартала сервис должен начать работу еще в 23 регионах. Мы полагаем, что доставка до двери со временем будет осуществляться во всех городах миллионниках и на прилегающих территориях, а остальные регионы будут покрыты за счет самовывоза.

Экспресс-доставка была запущена в 2020 г., но проект крайне быстро масштабируется. Во многом это связано с возможностью организации доставки на базе уже действующих магазинов. Некоторые неэффективные магазины, которые не достигли ожидаемых показателей рентабельности, могут быть переведены только на доставку. Проект уже представлен в 10 крупнейших городах и позволяет приобрести около 5 тыс. SKU с доставкой в течении часа. Более 17 тыс. магазинов группы позволяют обеспечить доставку для 76% российских домохозяйств. Скорость доставки здесь, как правило, ниже, чем у проектов IT-компаний, но ассортимент разнообразнее. Организовать доставку в течение 15 минут возможно на базе отдельных дарксторов. Благодаря покупке проекта «Много Лосося» X5 также начнет масштабировать проекты в сфере доставки готовой еды по системе dark kitchen. До конца 2021 г. основное развитие dark kitchen будет происходить в Москве, а в дальнейшем планируется экспансия в регионах. Согласно оценке Infoline, экспресс-доставка примерно сравняется по размерам с онлайн-гипермаркетами в 2023 г., что обеспечивает хорошие перспективы роста. Выход сегмента на положительную EBITDA ожидается примерно в 2023 г.

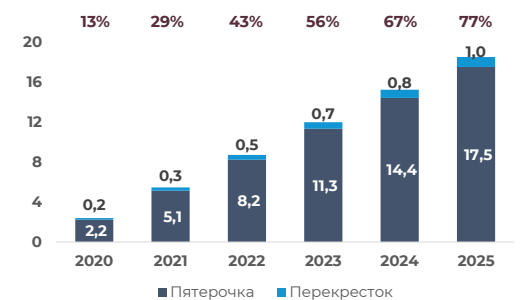
Для максимизации стоимости подразделения группа X5 рассматривает несколько вариантов: IPO, совместное развитие через партнерства или привлечение стратегического инвестора. С финальной моделью и структурой выделяемого бизнеса компания может определиться уже до конца года. Самый быстрый вариант — это заключение партнерского соглашения, а IPO может произойти в конце 2022 — начале 2023 г.

Соотношение темпов роста продаж и торговой площади



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



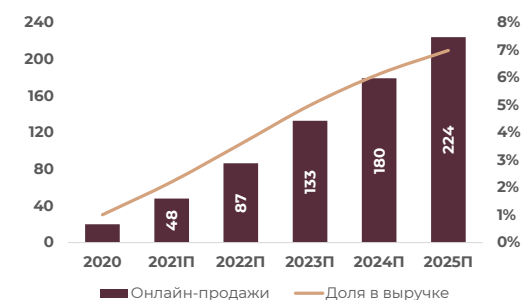
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Рентабельность: Мы ожидаем, что в текущем году валовая маржа группы увеличится с 24,6% до 24,8%, а рентабельность EBITDA останется примерно на уровне прошлого года в 7,2%. В 4К 2020 г. X5 дополнительно инвестировала в цены для ускорения роста, но уже в начале этого года доля промо стабилизировалась. Средняя по группе доля промо в выручке находится на уровне 30-35% и ритейлер планирует сократить ее в будущем. В частности, для Пятерочки доля промо должна опуститься ниже 30% по итогам 2023 г., а поспособствует этому внедрение персональных предложений взамен массовых акций. По мере увеличения плотности магазинов вокруг РЦ в регионах будут снижаться логистические затраты, что окажет положительное воздействие на валовую маржу. Сокращение потерь и оптимизация логистических расходов остаются важным источником увеличения рентабельности, но, как мы полагаем, потенциал здесь уже не столь высок как раньше и составляет несколько десятых процента к валовой марже (+0,5 п.п. г/г по итогам 1К 2021 г.). Другим важным фактором является цифровизация. Три анонсированных ранее проекта в области больших данных, которые касаются ассортимента, промо и ценообразования были внедрены уже в большинстве магазинов. Положительный эффект на EBITDA от цифровизации составит в текущем году 20 млрд руб. против 7 млрд руб. в 2020 г. и будет не менее 20 млрд руб. в последующие годы.

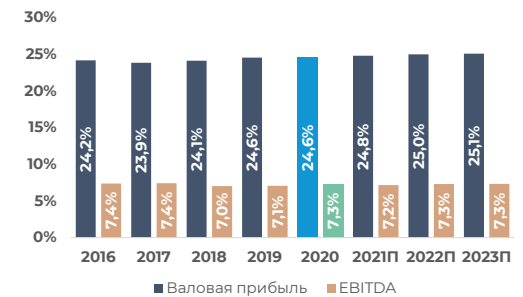
Увеличение плотности продаж при раскатке нового CVP дает возможность использовать эффект операционного рычага и экономить на постоянных операционных затратах. В компании считают, что расходы на персонал не будут расти быстрее выручки, так как зарплаты линейных сотрудников, после недавнего повышения находятся выше рынка. Расходы на аренду будут увеличиваться по мере роста арендованной торговой площади. По итогам прошлого года доля арендованных площадей в общей структуре составила 80% и увеличится примерно до 90% в 2025 г. Значительная часть открытий будет происходить в регионах, где стоимость аренды ниже и, вероятно, это уменьшит среднюю цену аренды квадратного метра по группе. Выход онлайн-проектов на положительную EBITDA в 2021 г. и 2023 г. окажет некоторую поддержку, но, как мы полагаем, их общая рентабельность все равно будет ниже, чем у основного бизнеса. В 1К негативный эффект от онлайн-проектов на EBITDA составил около 1 млрд руб.

Новая программа долгосрочной мотивации находится в процессе разработки. Менеджмент уже анонсировал, что она будет строиться на основе трех критериев, среди которых: лидерство по доле рынка и мультипликатору EV/EBITDA, а также KPI на основе ESG. Согласно нашим оценкам, выплаты могут составить порядка 2 млрд руб. в год, что примерно соответствует платежам в рамках прошлой программы. Оставшиеся выплаты по старой программе составляют 1,3 млрд руб. и будут произведены в 2021 г. и начале 2022 г.

Текущая стратегия X5 предполагает, что рентабельность EBITDA будет оставаться выше 7% в период 2021-2023 гг., но мы не ожидаем, что показатель сильно превысит это значение. Рост доли онлайн-проектов в выручке окажет некоторое давление на EBITDA, как и возможное развертывание магазинов Чижик. При появлении сверхбюджетной рентабельности она может быть реинвестирована в поддержание более высоких темпов роста. Средний показатель рентабельности EBITDA в период 2021-2025 гг. мы оцениваем в 7,3% против 7,4% в предыдущие 5 лет.

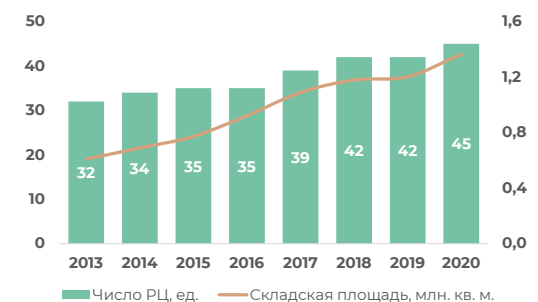
CAPEX: По заявлениям менеджмента X5, капитальные затраты должны расти темпами медленнее выручки в ближайшие 3 года. Мы сейчас оцениваем CAGR капитальных затрат 2021-2025 гг. на уровне 6,0%. Доля открытий в структуре CAPEX должна постепенно снижаться, а доля затрат на новые бизнесы и IT, напротив, будет увеличиваться в связи с развитием e-commerce. В текущем году расходы на обновления магазинов могут удвоиться, что станет основным драйвером роста капитальных затрат. Сильное увеличение расходов на обновления связано со значительным расширением программы в этом году. По итогам 2021 г. ритейлер должен обновить 1,5 тыс. магазинов «у дома» и еще около 50 супермаркетов, что позволит увеличить долю обновленных магазинов в сегментах до 29% и 30% соответственно. В следующем году, как мы полагаем, программа может быть дополнительно расширена до 1,8 тыс.

Рентабельность валовой прибыли и EBITDA X5 Retail Group



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура и динамика капитальных затрат, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

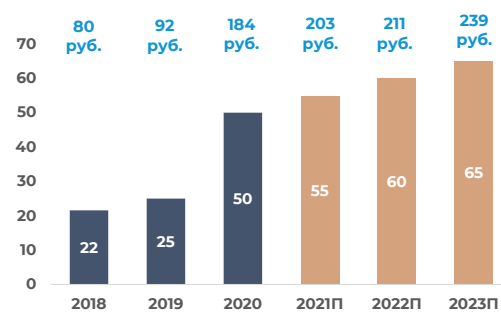


торговых точек. Риски для нашего прогноза связаны с началом полноценной раскатки дискаунтеров, вследствие чего затраты на открытия могут оказаться выше.

Оборотный капитал: Мы полагаем, что у группы остался достаточно небольшой потенциал для улучшения коэффициентов оборачиваемости, так как они уже находятся на хорошем относительно отрасли уровне. Оборачиваемость запасов может дополнительно улучшиться на 1 день до 34 к 2023 г. Остальные коэффициенты, согласно нашей оценке, останутся неизменными в прогнозном периоде.

Денежный поток и дивиденды: На наш взгляд, доходность свободного денежного потока X5 продолжит постепенно увеличиваться в период 2021-2025 гг. благодаря росту бизнеса и стабильной рентабельности. Это в свою очередь позволит компании выполнить свое обещание по увеличению абсолютной суммы дивидендных выплат. В текущем году мы ожидаем дивиденды на уровне 55 млрд руб., что составляет около 203 руб. на акцию и обеспечивает доходность к текущей цене 8,7%. В дальнейшем дивиденды могут увеличиваться на 5 млрд руб. каждый год вплоть до 75 млрд руб. в 2025 г. С прошлого года X5 выплачивает дивиденды два раза в год, вместо одного, что, на наш взгляд, является позитивным фактором для инвестиционного профиля компании. Препятствием может быть нехватка нераспределенной прибыли, так как дивидендные выплаты группы пока значительно превышают годовую чистую прибыль. Согласно нашим оценкам, чистая прибыль будет полностью покрывать дивидендные выплаты начиная с 2023 г. С учетом сильного денежного потока, по нашим расчетам, X5 удастся поддерживать долговую нагрузку ниже 2x ND/EBITDA (IAS 17), а по словам менеджмента, комфортный уровень долга составляет 1,8x.

Ожидаемые дивиденды (млрд руб.) и дивиденды на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



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

Компания	Страна	МС	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
X5 Retail Group	Россия	8 436	18 991	0,7	0,6	0,5	5,4	4,8	4,4	14,1	10,7	8,9
Магнит	Россия	6 930	13 316	0,6	0,6	0,5	5,1	4,6	4,2	13,0	11,0	9,7
Лента	Россия	1 515	2 743	0,4	0,4	0,4	4,6	4,9	4,4	8,4	7,9	7,4
Окей	Россия	201	920	0,4	0,4	0,4	4,6	4,5	4,2	16,1	14,6	9,7
Медиана				0,5	0,5	0,5	4,9	4,7	4,3	13,6	10,9	9,3
Среднее				0,5	0,5	0,4	4,9	4,7	4,3	12,9	11,1	8,9

Компании развивающихся рынков (EM)

Dino Polska	Польша	6 345	6 608	1,9	1,6	1,3	19,0	15,7	12,9	30,4	24,3	20,1
Eurocash SA	Польша	549	1 261	0,2	0,2	0,2	5,7	5,4	6,8	28,4	19,9	15,8
Jeronimo Martins	Польша	11 617	14 052	0,6	0,5	0,5	7,7	7,1	6,6	24,3	20,8	18,9
BIM Biresik	Турция	4 883	5 164	0,6	0,5	0,4	7,6	6,4	5,3	15,4	13,0	10,6
Walmart de Mexico	Мексика	57 011	57 085	1,6	1,4	1,3	13,9	12,9	11,9	26,6	23,6	21,6
SPAR Group	Ю. Африка	2 517	3 992	0,4	0,4	0,4	9,6	8,9	8,6	14,2	12,9	12,4
Shoprite Holdings	Ю. Африка	6 007	7 415	0,6	0,6	0,6	7,2	6,8	6,5	18,3	16,5	15,5
Woolworths	Австралия	39 779	49 371	0,9	0,9	0,9	10,2	9,8	9,4	26,7	24,6	23,1
Lojas Americanas	Бразилия	7 194	7 922	1,6	1,5	1,5	11,4	9,4	8,5	45,3	36,4	30,7
CP All	Таиланд	18 191	26 745	1,5	1,4	1,3	16,8	15,3	13,9	30,6	25,9	22,0
Cencosud	Чили	5 990	9 717	0,7	0,7	0,6	7,4	6,8	6,1	13,6	12,1	10,4
Yonghui Superstore	Китай	9 085	9 195	0,6	0,5	0,4	14,7	12,5	10,3	25,9	19,8	15,6
Медиана				0,7	0,6	0,6	9,9	9,2	8,6	26,2	20,3	17,4
Среднее				0,9	0,8	0,8	10,9	9,8	8,9	25,0	20,8	18,1

Компании развитых рынков (DM)

Walmart	США	391 693	443 804	0,8	0,8	0,8	13,2	12,4	11,9	26,0	24,3	22,5
Target	США	102 873	109 471	1,2	1,2	1,1	12,8	12,1	11,8	23,3	21,8	21,2
Costco	США	164 421	165 912	0,9	0,8	0,8	21,0	19,4	17,8	36,8	33,8	30,9
Kroger	США	27 685	46 559	0,4	0,4	0,3	7,6	7,5	7,2	12,9	12,6	12,0
Tesco	Великобр.	23 723	40 398	0,5	0,5	0,5	6,9	6,7	6,6	12,2	11,0	10,7
Sainsbury	Великобр.	7 347	15 049	0,4	0,4	0,4	4,9	4,9	4,8	11,2	10,5	10,0
Carrefour	Франция	15 812	32 172	0,4	0,4	0,3	5,8	5,5	5,2	11,8	10,6	9,8
Metro	Германия	4 010	8 817	0,3	0,3	0,3	6,4	5,5	5,2	-	19,3	14,1
Ahold Delhaize	Нидерланды	28 364	42 004	0,5	0,5	0,5	6,1	5,9	5,9	12,3	12,2	11,7
Loblaw	Канада	19 431	31 650	0,8	0,7	0,7	7,7	7,3	7,5	15,1	13,7	13,7
Colruyt	Бельгия	8 175	8 212	0,7	0,7	0,7	8,0	8,2	8,5	16,4	17,0	17,2
Медиана				0,5	0,5	0,5	7,6	7,3	7,2	14,0	13,7	13,7
Среднее				0,6	0,6	0,6	9,1	8,7	8,4	17,8	17,0	15,8



Финансовая модель X5 Retail Group

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)
Выручка, в т.ч.:	1 978 026	2 175 587	2 410 491	2 660 018
Чистая розничная выручка	1 973 345	2 168 786	2 402 329	2 651 041
Прочая выручка	4 681	6 801	8 162	8 978
Операционные расходы	(1 483 406)	(1 626 829)	(1 798 226)	(1 981 714)
Валовая прибыль	494 620	548 759	612 265	678 305
SG&A и прочие опер. доходы/расходы	(250 998)	(283 308)	(313 812)	(348 954)
Скор. EBITDA	243 967	265 451	298 453	329 350
LTI	(345)	(1 922)	(2 000)	(2 000)
EBITDA	243 622	263 522	296 453	327 350
Амортизация и корректировки	(137 905)	(143 628)	(157 096)	(171 718)
EBIT	105 717	119 894	139 357	155 633
Прочие доходы/расходы	(60 047)	(57 792)	(57 691)	(57 691)
Прибыль до налогообложения	45 670	62 102	81 666	97 942
Налог на прибыль	(17 326)	(17 235)	(22 664)	(27 181)
Чистая прибыль	28 344	44 867	59 002	70 761

Баланс, млн RUB	2020	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)
Внеоборотные активы	966 945	922 164	870 856	808 715
Основные средства и НМА	458 354	482 956	501 031	508 273
Прочие внеоборотные активы	508 591	439 208	369 825	300 442
Оборотные активы	206 284	252 210	321 715	410 166
Оборотные активы	163 670	169 693	187 519	201 429
Краткосрочные инвестиции и прочие	22 606	22 606	22 606	22 606
Денежные средства и эквиваленты	20 008	59 911	111 590	186 131
Итого активы	1 173 229	1 174 374	1 192 571	1 218 881
Средства акционеров	94 842	84 709	83 711	89 472
Акционерный капитал	94 842	84 709	83 711	89 472
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	669 703	669 703	669 703	669 703
Долгосрочные кредиты и займы	184 921	184 921	184 921	184 921
Прочие долгосрочные обязательства	484 782	484 782	484 782	484 782
Краткосрочные обязательства	408 684	419 962	439 157	459 705
Краткосрочные кредиты и займы	77 026	77 026	77 026	77 026
Оборотные обязательства	170 909	182 187	201 382	221 930
Прочие КО	160 749	160 749	160 749	160 749
Итого обязательства и средства	1 173 229	1 174 374	1 192 571	1 218 881

Движение денежных средств, млн	2020	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)
Операционная деятельность	159 560	193 750	217 466	249 118
Прибыль до налогообложения	45 670	62 102	81 666	97 942
Налоги и проценты	(83 488)	(17 235)	(22 664)	(27 181)
Корректировки	195 131	143 628	157 096	171 718
Изменение оборотного капитала	2 247	5 255	1 368	6 639
Инвестиционная деятельность	(84 314)	(98 847)	(105 787)	(109 576)
Приобретение внеоборотных активов	(73 427)	(84 879)	(90 838)	(94 091)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(12 084)	(13 969)	(14 949)	(15 485)
Прочее	1 197	0	0	0
Финансовая деятельность	(73 840)	(55 000)	(60 000)	(65 000)
Изменение долга	33 871	0	0	0
Обратный выкуп акций	(126)	0	0	0
Выплата дивидендов	(49 993)	(55 000)	(60 000)	(65 000)
Прочее	(57 592)	0	0	0
Изменение денежных средств	1 406	39 903	51 679	74 542

WACC	
Безрисковая ставка	7,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	0,5%
Стоимость СК	13,5%
Beta	0,85
Стоимость долга	6,8%
Доля СК	72%
Доля долга	28%

WACC	
	11,1%

Свободный денежный поток	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)	2024 (П)
EBIT	80 684	88 362	92 656	97 720
НОРАТ	58 765	64 783	67 931	71 644
Амортизация	75 223	87 890	102 512	118 052
Кап. затраты	98 847	105 787	109 576	111 866
Изменение ОК	(5 255)	(1 368)	(6 639)	(1 927)
Свободный денежный поток (FCFF)	40 396	48 254	67 506	79 756

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	3,0%		
Сумма ДДП (+)	235 405		
Терминальная стоимость (+)	721 893		
Справедливая стоимость бизнеса	957 297		
Чистый долг (-)	235 796		
Доля миноритарных акционеров (-)	0		
	01.01.2021	04.05.2021	12mo
Справедливая стоимость акц.	721 501	754 486	856 018
Количество GDR			271,6
Справедливая стоимость GDR, руб.			3 152

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)
EV/Sales	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,0	5,2	4,5	3,8
EV/EBIT	13,8	11,5	9,6	8,1
P/E	23,7	14,1	10,7	8,9
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5
FCF Yield	11%	15%	18%	22%
EPS, руб. (GDR)	104	165	217	261

Кoeffициенты	2020	2021 (П)	2022(П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	25,0%	25,2%	25,4%	25,5%
Рентабельность скор. EBITDA	12,3%	12,2%	12,4%	12,4%
Рентабельность EBITDA	12,3%	12,1%	12,3%	12,3%
Рентабельность чистой прибыли	1,4%	2,1%	2,4%	2,7%
ROE	26,8%	50,0%	70,1%	81,7%
ROA	2,5%	3,8%	5,0%	5,9%
ROIC	5,7%	7,0%	8,3%	9,6%
Чистый долг/EBITDA (IAS17), x	1,7	1,3	0,9	0,4



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

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@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 Сучков
Глобальные рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Игорь Евсин
Транспорт
IEvsin@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
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