

Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

## X5 Retail Group – теперь с Копейкой

**Мы повысили нашу целевую цену акций X5 Retail Group с \$42,8 до \$54,5 с учетом как операционных и финансовых результатов компании, так и покупки сети «Копейка» и новых планов развития. Рекомендация повышена с «Держать» до «Покупать».**

### X5 Retail Group

Тикер Bloomberg	FIVE LI
Цена, \$	42,7
Кол-во GDR, шт.	271 572 872
МСар, \$ млн.	11 596
EV, \$ млн.	13 470
Целевая цена, \$	54,5
Потенциал роста, %	28%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2010П	2011П
Выручка	11282	16369
EBITDA	881	1243
Чистая прибыль	250	403
P/S	1.0	0.7
P/E	46.4	28.7
EV/EBITDA	15.3	10.8



- 2010 год стал одним из наиболее значимых в истории X5 Retail Group. Компания не только активно развивалась органически, но и заключила одну из крупнейших сделок на российском розничном рынке, купив сеть «Копейка» за 51,5 млрд.рублей, включая долг. В результате сделки X5 существенно укрепила свои позиции на розничном рынке, прежде всего в сегменте дискаунтеров. По оценкам компании, доля X5 на рынке (на основе данных 2009 года) в результате покупки «Копейки» выросла с 4,4% до 5,3% в целом по России, и с 12,5% до 16,2% в Московском регионе.
- В прошедшем году розничная сеть пополнилась 1097 новыми магазинами, в том числе 353 дискаунтерами, 26 супермаркетами, 13 гипермаркетами, 45 магазинами у дома и 660 магазинами «Копейки». Торговая площадь X5 в 2010 году выросла на 46%, в том числе на 23% за счет «Копейки», и составила 1555 тыс.кв.м. По состоянию на 31 декабря 2010 года под управлением X5 Retail Group было 1392 дискаунтера, 301 супермаркет, 71 гипермаркет, 45 магазинов у дома и 660 магазинов «Копейки», большую часть из которых предполагается ребрендить в дискаунтеры «Пятерочка».
- Розничная выручка X5 в 2010 году выросла на 30% в долларовом выражении, до \$11248 млн., и на 24% в рублях. Показатели магазинов «Копейки» были консолидированы с 1 декабря, без их учета рост оборота X5 составил за год 22% в рублях. При этом на 7% рост был обеспечен повышением продаж сопоставимых магазинов. Наибольший рост LFL-выручки, на 13% в 4 квартале и за год, продемонстрировали дискаунтеры. В 4 квартале также улучшилась ситуация в супермаркетах, LFL-продажи выросли на 11%. LFL-продажи гипермаркетов остались на уровне 2009 года, что было связано со снижением трафика магазинов в Санкт-Петербурге из-за роста конкуренции.
- Ценовая политика, направленная на рост трафика, в 2010 году способствовала снижению рентабельности X5. Валовая рентабельность за 9 месяцев снизилась с 24,4% до 23,9%. Повлияло на показатели эффективности и увеличение расходов на персонал и аренду. Рентабельность по EBITDA составила 7,6% против 8,4% за 9 месяцев 2009 года. Наш прогноз валовой рентабельности X5 по итогам 2010 года составляет 24%, а рентабельности оп EBITDA – 7,8%.
- Мы ожидаем, что и в дальнейшем ценовая политика будет одним из основных инструментов конкурентной борьбы, особенно в дискаунтерах, что будет оказывать давление на валовую рентабельность. В то же время, улучшение закупочных условий, в том числе и благодаря покупке сети «Копейка», и развитие системы логистики должны оказать поддержку эффективности, поэтому мы не ожидаем падения эффективности на уровне валовой прибыли. Однако мы снизили наш прогноз рентабельности по EBITDA, в среднем на 120 б.п. Процесс интеграции магазинов «Копейки», по нашему мнению, окажет давление на рентабельность в среднесрочном периоде.
- Стратегия развития X5 в текущем году предполагает открытие около 540 новых магазинов и рост валовой выручки на уровне 40%, из которых более 20%, как ожидает менеджмент компании, придется на органический рост, а остальное будет обеспечено приобретенными магазинами «Копейки».

**Покупка «Копейки» позволила X5 существенно усилить конкурентные позиции в сегменте дискаунтеров, в первую очередь в Московском регионе**

### Покупка «Копейки» - плюсы и минусы

В конце 2010 года X5 Retail Group заключила одну из крупнейших сделок на российском розничном рынке, купив сеть «Копейка». Сумма сделки составила 51,5 млрд.рублей, включая чистый долг на уровне 16,5 млрд.рублей. По мультипликатору P/S (2010) «Копейка» была оценена на уровне 0,6х, а соотношение EV/EBITDA составило, по нашим расчетам, около 13х.

По нашему мнению, «Копейка» досталась X5 недешево, однако учитывая все преимущества сделки для X5 Retail Group, цена может оправданной. Приобретение «Копейки» стало для розничной сети существенным шагом на пути укрепления своих рыночных позиций в сегменте дискаунтеров, и в первую очередь, в высококонкурентном московском регионе. В результате сделки общая торговая площадь магазинов X5 выросла на 23%, а дискаунтеров – на 50%, если судить по показателям на конец 2010 года. Количество дискаунтеров увеличилось на 47%. Помимо расширения розничной сети, сделка позволит X5 существенно увеличить темпы роста выручки, что немаловажно, ведь по этому параметру розничная сеть в последнее время отставала от некоторых конкурентов.

	X5 (без Копейки)	Копейка	X5+Копейка	По сравнению с показателями X5 отдельно
Количество магазинов, 2010	1809	660	2469	36%
в т.ч дискаунтеры	1392	660	2052	47%
Торговая площадь 2010, тыс.кв.м	1260	295	1555	23%
в т.ч дискаунтеры	586	295	881	50%
Розничная выручка 2010, \$ млн.	11031	2016	13047 *	18%

\* - показатель рго-форма

Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

Однако следует отметить, что помимо плюсов, у состоявшейся сделки есть и минусы. И прежде всего это вероятное снижение эффективности работы X5 Retail Group в краткосрочном и среднесрочном периоде. Во-первых, дискаунтеры «Копейки» работают с более низкой операционной эффективностью, и на доведение их до уровня магазинов X5 потребуется время. Во-вторых, интеграция магазинов приобретенной розничной сети потребует определенных денежных затрат, например, затрат на ребрендинг. Кроме того, в процессе интеграции магазины будут закрываться на определенное время, что может оказать некоторое давление на выручку и рентабельность розничной сети.

### Сравнение показателей дискаунтеров

	X5 Retail Group	Копейка	X5 vs Копейка
<b>Показатели зрелых дискаунтеров за 12М, закончившиеся 30.06.2010</b>			
Продажи с кв.м., тыс.руб.	399	228	75%
Средний чек, руб.	259	207	25%
Покупателей на кв.м.	1540	1100	40%
<b>LFL-показатели дискаунтеров, 2010</b>			
LFL-выручка (руб)	13.0%	-1.0%	
Средний чек (руб)	8.0%	2.0%	
Трафик	5.0%	-3.0%	

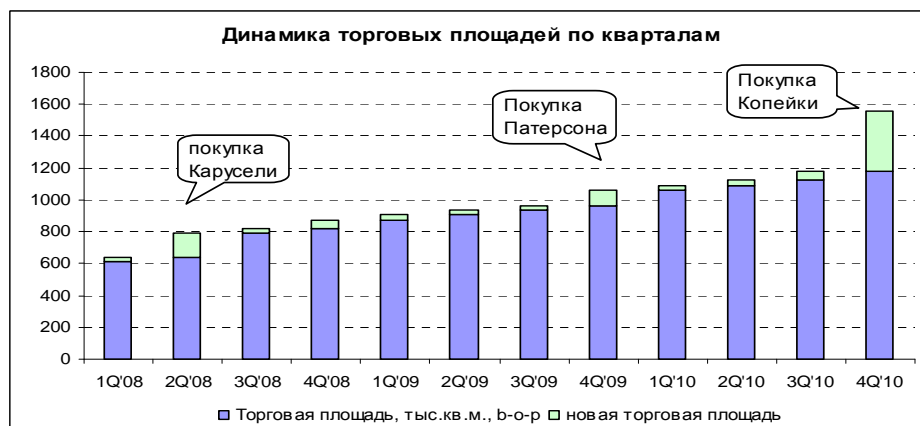
Источник: данные компании

В то же время, компания рассчитывает на рост валовой рентабельности за счет улучшения закупочных условий вследствие возросшего масштаба сети, а со временем, и положительного влияния на операционную рентабельность за счет устранения дублирующихся административных функций, а также общей работы над издержками. Ранний эффект от интеграции магазинов возможен уже в текущем году, а в полной мере синергетический эффект проявится, согласно ожиданиям менеджмента X5, начиная с 2015 года.

**В 2010 году розничная сеть X5 выросла на 1097 новых магазинов, в том числе на 660 за счет покупки «Копейки»**

### Итоги 2010 года и планы на 2011

В 2010 году X5 Retail Group открыла рекордно большое количество магазинов, даже без учета дискаунтеров приобретенной сети «Копейка». За год сеть пополнилась 1097 торговыми точками, в том числе 353 дискаунтерами, 26 супермаркетами, 13 гипермаркетами, 45 магазинами у дома и 660 магазинами «Копейки». Торговая площадь магазинов X5 в 2010 году выросла на 46% и составила 1555 тыс.кв.м, из которых 295 тыс.кв.м пришлось на магазины «Копейки».



**Розничная выручка X5 в 2010 году выросла на 30% в долларах и на 24% в рублях. Органический рост составил 15% в рублях, еще 7% обеспечили LFL-показатели и 2% - консолидация показателей «Копейки» за декабрь.**

Чистый розничный оборот X5 Retail Group в 2010 году вырос на 24% в рублях, до 342 млрд.руб. Отметим, что компания консолидировала показатели магазинов «Копейки» начиная с 1 декабря 2010 года. Без учета «Копейки» розничный оборот X5 увеличился в прошлом году на 22%.

### Структура розничного оборота X5 Retail Group

	2009	2010	Темп роста
<b>Дискаунтеры</b>	148 348	188 284	27%
Доля в общем	54%	55%	
<b>Супермаркеты</b>	73 191	83 126	14%
Доля в общем	27%	24%	
<b>Гипермаркеты</b>	53 546	61 123	14%
Доля в общем	19%	18%	
<b>Магазины у дома</b>		1 857	
Доля в общем		0.5%	
<b>Онлайн</b>	99	617	524%
Доля в общем	0.04%	0.2%	
<b>Копейка</b>		6 589	
Доля в общем		1.9%	
<b>Чистый розничный оборот, млн.руб.</b>	<b>275 183</b>	<b>341 596</b>	<b>24%</b>

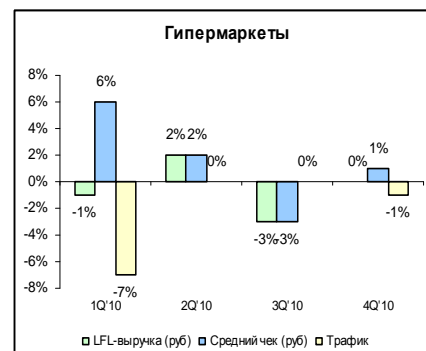
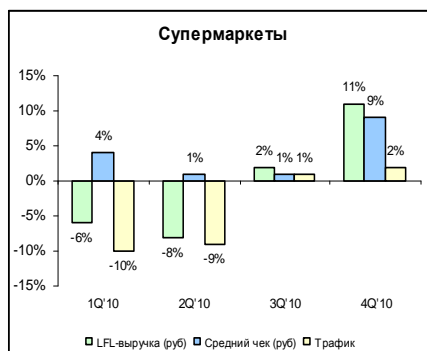
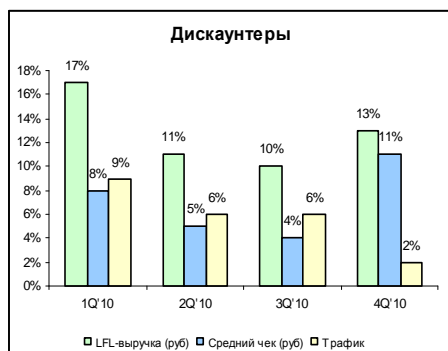
Источники: данные компании

Основной для компании сегмент **дискаунтеров** в 2010 году продолжил демонстрировать высокие темпы роста, выручка увеличилась на 27%, до 188,3 млрд.руб. Связано это было как с ростом количества магазинов (торговая площадь дискаунтеров за год увеличилась на 19% без учета магазинов «Копейки»), так и с улучшением показателей сопоставимых магазинов. LFL-выручка дискаунтеров в 2010 году выросла на 13% в рублях за счет роста трафика на 5% и увеличения суммы среднего чека на 8%. Наиболее значительный прирост LFL-продаж был зафиксирован в региональных дискаунтерах – на 18%.

Выручка **супермаркетов** за год увеличилась на 14% в рублях при росте торговых площадей на 10%. Результаты работы супермаркетов отразили постепенное восстановление потребительского спроса, особенно во втором полугодии. Если в целом за год LFL-выручка супермаркетов не изменилась по сравнению с прошлым годом, т.к. увеличение среднего чека было нивелировано снижением трафика, то в 3 квартале рост LFL-выручки был на уровне 2%, а в 4 квартале – 11%, в основном за счет увеличения среднего чека на 9%. Положительное влияние на показатели супермаркетов оказал и рост продаж прошедших интеграцию и ребрендинг магазинов «Патерсона», приобретенных X5 в конце 2009 года.

В сегменте **гипермаркетов** ситуация в 2010 году была более сложной. При росте торговых площадей на 23% выручка магазинов за год увеличилась всего на 14%. LFL-выручка гипермаркетов за год осталась на уровне 2009 года. Негативное влияние оказали показатели гипермаркетов в С-Петербурге, сопоставимые продажи которых снизились за год на 12% из-за усилившейся конкуренции, и как следствие, снижения количества покупателей.

### Показатели сопоставимых магазинов по форматам



Источник: данные компании

Выручка магазинов у дома, которые компания начала развивать в 2010 году, за 9 месяцев (результаты включены в общую выручку с 1 апреля) составила 1857 млн.рублей. Доля в общих розничных продажах X5 Retail Group была на уровне 0,5%. Еще 1,9% годовой выручки обеспечили продажи магазинов «Копейки», консолидированные начиная с 1 декабря 2010 года. Продажи через Интернет компания включает в консолидированные показатели продаж начиная с 1 октября 2009 года. Доля этого сегмента в выручке X5 пока невелика, однако демонстрирует наиболее высокие темпы роста, по итогам 4 квартала 2010 года выручка увеличилась на 113%. По итогам 2010 года онлайн-продажи составили 617 млн.рублей.

**В 2011 году X5 планирует открыть около 540 магазинов и увеличить выручку на 40%**

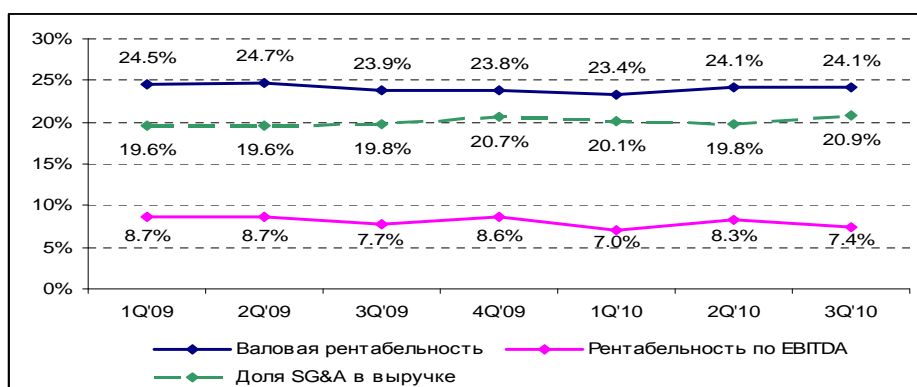
В конце прошлого года X5 Retail Group представила предварительную стратегию развития в 2011 году. Компания планирует открыть около 540 новых магазинов, в том числе 500 дискаунтеров, 20-25 супермаркетов, 5-10 гипермаркетов и около 10 магазинов формата «Пятерочка-Макси». На инвестиции предполагается направить до 40 млрд.рублей, из которых примерно 55% пойдет на открытие магазинов, 30% - на интеграцию, техобслуживание, реконструкцию и информационные технологии, а остальное – на развитие системы логистики и прочие направления. Валовая выручка (включая НДС) в 2011 году ожидается выше 500 млрд.рублей, что предполагает рост на уровне 40%. X5 прогнозирует, что органический рост оборота составит более 20%, а остальную часть роста обеспечит приобретение сети «Копейка».

### Показатели рентабельности

Основное давление на валовую рентабельность X5 в 2010 году оказывала ценовая политика. Компания стремилась удерживать цены на привлекательном для покупателей уровне, в результате их рост был ниже продуктовой инфляции. По итогам 9 месяцев 2010 года валовая рентабельность X5 Retail Group составила 23,9% по сравнению с 24,4% годом ранее. Следует однако отметить, что во 2 и 3 кварталах показатель был выше, на уровне 24,1%. А учитывая традиционное оживление потребительского спроса в конце года, валовая рентабельность, как мы полагаем, продемонстрировала рост в 4 квартале. Однако с учетом снижения рентабельности за 9 месяцев 2010 года мы ожидаем, что валовая рентабельность за год была ниже, чем в 2009. Согласно нашему прогнозу, по итогам 2010 года валовая рентабельность X5 составила 24%.

Опережающий рост операционных издержек оказал заметное давление на операционную рентабельность и рентабельность по EBITDA X5 в 3 квартале, что повлияло и на результаты 9 месяцев. Доля SG&A в выручке в 3 квартале 2010 года выросла до 20,9% по сравнению с 19,8% годом ранее, что привело к снижению операционной рентабельности с 5,1% до 4,6%. Рентабельность по EBITDA по итогам июля-сентября составила 7,4% против 7,7% в 3 квартале 2009 года.

Основной причиной роста операционных издержек в 3 квартале стало увеличение расходов на персонал. Связано оно было как с индексацией заработной платы, так и с единоразовыми мотивационными выплатами персоналу магазинов в июле-августе 2010 года, которые ознаменовались сложными погодными условиями. Доля расходов на персонал в выручке в 3 квартале выросла с 9,2% до 9,4%, а по итогам 9 месяцев – с 8,8% до 9,1%. Еще одной статьёй, оказавшей давление на рентабельность, стали расходы на аренду, их доля в выручке увеличилась по итогам 3 квартала с 3,1% до 3,4%. Рост был обусловлен повышением ставок аренды вследствие постепенного восстановления рынка коммерческой недвижимости.



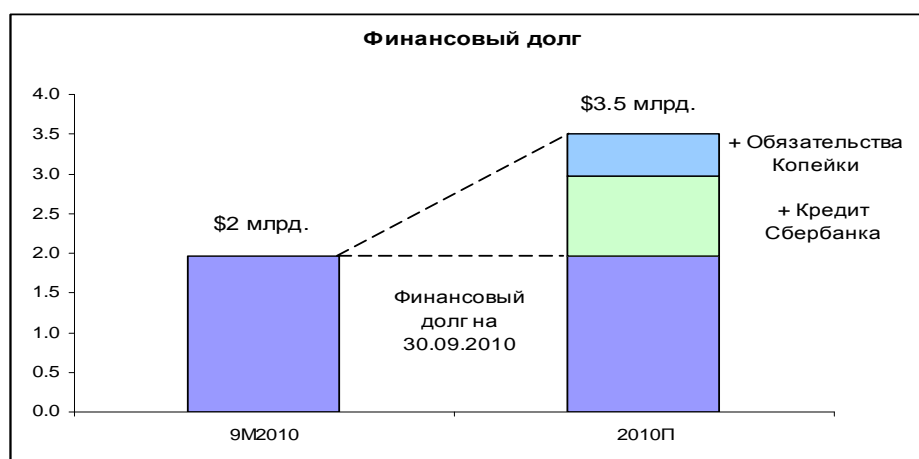
Источник: данные компании

### Долговая нагрузка

По итогам 9 месяцев 2010 года соотношение чистый долг/EBITDA X5 Retail Group было, согласно нашим расчетам, на уровне 2,3. Финансовый долг компании составлял по состоянию на конец сентября \$1965 млн., из них \$663 млн. приходилось на краткосрочные обязательства.

По состоянию на конец 2010 года долг X5, очевидно, был еще выше. Для финансирования сделки по покупке сети «Копейка» компания использовала кредит Сбербанка на \$1 млрд., номинированный в рублях, а также ряд имевшихся кредитных линий. Кроме того, на момент покупки чистый долг сети «Копейка» составлял порядка 16,5 млрд.руб. или около \$530 млн., которые X5 рассчитывает рефинансировать. Согласно прогнозу менеджмента компании, по итогам 2010 года соотношение чистый долг/ЕБИТДА могло увеличиться до «чуть выше» 3. При этом, по нашим расчетам, показатель долг/ЕБИТДА в конце года был на уровне 4, что мы считаем достаточно высоким уровнем.

Однако пока ситуация не вызывает особых опасений. Финансовые обязательства X5 в основном долгосрочные, а собственный денежный поток позволяет без проблем обслуживать займы. Мы рассчитываем, что по итогам 2011 года X5 сумеет снизить долговую нагрузку, а запланированная инвестпрограмма в размере 40 млрд.руб. будет финансироваться в основном за счет собственного операционного денежного потока.



Источник: данные компании, прогноз ИК «Проспект»

### Обновление прогнозов и модели

Мы внесли изменения в наш прогноз операционных и финансовых показателей X5 Retail Group с учетом опубликованных финансовых и операционных показателей, покупки сети «Копейка», а также нового прогноза менеджмента относительно дальнейшего развития розничной сети.

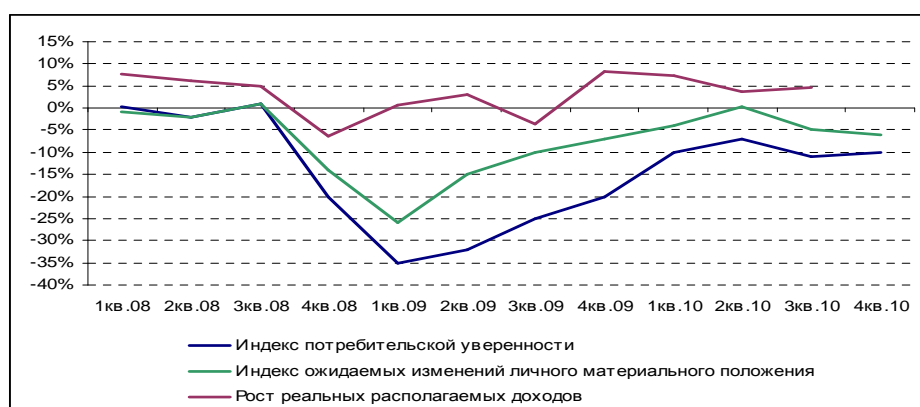
Прогноз выручки X5 на 2011-2015 годы был повышен в среднем на 21%. Изменение связано в первую очередь с повышением прогноза расширения торговых площадей, а также включением магазинов «Копейки».

### Прогноз основных финансовых показателей

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Выручка, \$ млн.</b>						
Предыдущий прогноз	11357	14332	17470	20510	23271	26270
Новый прогноз	11282	16369	20779	25038	28947	32826
<b>Валовая рентабельность</b>						
Предыдущий прогноз	23.9%	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%	25.3%
Новый прогноз	24.0%	24.1%	24.2%	24.4%	24.7%	25.0%
<b>Рентабельность по ЕБИТДА</b>						
Предыдущий прогноз	8.4%	9.0%	9.4%	9.6%	9.7%	9.9%
Новый прогноз	7.8%	7.6%	7.7%	8.3%	8.7%	9.0%

В то же время, мы скорректировали в сторону понижения наш прогноз показателей рентабельности X5 Retail Group, в первую очередь в связи с увеличением ожидаемой доли операционных издержек в выручке.

В прошедшем году потребительские ожидания были весьма сдержанными, даже несмотря на некоторый рост доходов. По данным Росстата, по итогам 9 месяцев 2010 года реальные располагаемые доходы населения увеличились на 5%, в октябре рост составил 0,2%, а в ноябре – 2,6%. В то же время, индекс потребительской уверенности в течение всего года был отрицательным, и в частности, с 3 и 4 квартала года составил -11% и -10% соответственно. Также показателем с точки зрения оценки настроений потребителей индекс ожидаемых изменений личного материального положения. В 3 и 4 кварталах года значения индекса составили -5% и -6% соответственно.



Источник: Росстат

Таким образом, поведение потребителей все еще остается достаточно осторожным. И мы ожидаем, что и в текущем году ценовой фактор будет одним из решающих для покупателей, особенно среди целевой аудитории дискаунтеров. В связи с этим, рост цен в магазинах розничной сети, возможно, и в 2011 году будет ниже инфляции, что окажет давление на валовую рентабельность.

В то же время, укрепление конкурентных позиций X5 Retail Group в связи как с покупкой «Копейки», так и с органическим расширением розничной сети должны поддержать рентабельность компании, в частности, за счет возможного улучшения закупочных условий. За счет этого мы не ожидаем снижения показателя в текущем году, наш прогноз валовой рентабельности X5 на 2011 год составляет 24,1%. В дальнейшем, по нашему мнению, можно рассчитывать на постепенный рост показателя по мере расширения масштабов розничной сети и улучшения ситуации с доходами населения, но в целом наш прогноз достаточно консервативный. По мере развития розничного рынка ценовой фактор будет оставаться одним из основных инструментов конкурентной борьбы, особенно в дискаунтерах, так что наращивать эффективность на уровне валовой прибыли компании придется в первую очередь за счет улучшения закупочных цен, увеличения продаж товаров под частными марками, возможно, прямого импорта продукции и т.п. Мы понизили наш прогноз валовой рентабельности в среднем на 20 б.п. на протяжении прогнозного периода.

Мы также понизили прогноз рентабельности по EBITDA на протяжении всего прогнозного периода в среднем на 120 б.п. Основной причиной снижения стало увеличение прогноза доли операционных издержек в выручке. В частности, в среднесрочном периоде мы ожидаем давление со стороны расходов на интеграцию магазинов «Копейки». Кроме того, торговые точки приобретенной сети работают с меньшей рентабельностью по EBITDA, чем в среднем магазины X5 Retail Group, и для повышения их эффективности до целевого уровня потребуется время. Помимо этого, по нашему мнению, можно ожидать роста арендных расходов по мере дальнейшего восстановления рынка коммерческой недвижимости, а также коммунальных расходов.

С учетом обновленного прогноза финансовых показателей мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций X5 Retail Group. Денежные потоки приведены к концу 2011 года. Ставка дисконтирования и темп роста в постпрогножном периоде остались без изменений, на уровне 13% и 3,5% соответственно.

#### Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2011	2012	2013	2014	2015
ЕВИТ	815	1142	1585	2030	2435
Налог на ЕВИТ	163	228	317	406	487
Амортизация	427	458	484	502	522
Сарех	1378	629	686	713	784
Изменение неденежной части оборотного капитала	-387	-531	-292	-537	-209
<b>Денежный поток</b>	<b>88</b>	<b>1274</b>	<b>1358</b>	<b>1950</b>	<b>1896</b>
Ставка дисконтирования	13%				
Дисконтированный денежный поток		1127	1063	1352	1163
Сумма ДДП	4705				
Темпы роста в постпрогножном периоде	3.5%				
Продленная стоимость	20653				
Приведенная продленная стоимость	12667				
Стоимость компании	17371				
Чистый долг, 2011 П	2582				
Доля миноритариев	2.0				
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>14787</b>				
<b>Стоимость на GDR, \$</b>	<b>54.5</b>				

Наша обновленная целевая цена акций X5 Retail Group составляет \$54,5 за GDR. Рекомендация – «Покупать».

#### Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогножном периоде	Ставка дисконтирования	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
	2,5%		56.1	52.7	49.6	46.8
3,0%		59.0	55.3	51.9	48.9	46.1
3,5%		62.2	58.1	<b>54.5</b>	51.1	48.2
4,0%		65.9	61.3	57.3	53.7	50.4
4,5%		70.0	64.9	60.4	56.5	52.9

## Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S '11	EV/EBITDA '11
<b>X5 Retail Group</b>	FIVE LI	11596	13470	0.7	10.8
<b>Российские аналоги</b>					
Магнит	MGNT RU	11451	11733	1.1	13.2
Дикси	DIXY RU	1256	1509.2	0.5	8.7
О'Кей	OKEY LI	3310.7	3527.3	0.9	11.5
<b>Среднее по российским аналогам</b>				<b>0.8</b>	<b>11.1</b>
<b>Развитые рынки</b>					
Carrefour	CA FP	33650	48897	0.3	6.7
Tesco	TSCO LN	52236	66353	0.5	7.2
Metro AG	MEO GR	23778	34956	0.2	6.3
Walmart	WMT US	199757	248430	0.5	7.0
Sainsbury	SBRY LN	11621	14413	0.3	6.7
Casino Guichard	CO FP	10857	19706	0.2	6.5
Delhaize Group	DELB BB	8086	10821	0.3	5.0
Kroger	KR US	13737	20784	0.2	5.2
Safeway	SWY US	7751	12413	0.2	5.1
<b>Среднее по развитым</b>				<b>0.3</b>	<b>6.2</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>					
Lianhua Supermarket	980 HK	2922	2212	0.6	10.5
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	2878	3021	0.3	7.4
Wumart Stores Inc	8277 HK	2611	n/a	1.1	
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	1375	2801	0.3	7.5
Migros	MGROS TI	3871	4854	0.8	17.2
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	50403	49225	1.5	14.9
Dairy Farm	DFI SP	12149	12089	1.3	15.7
Bim Birlesik	BIMAS TI	5023	4869	1.0	17.8
Cencosud	CENCOSUD CI	15736	18747	1.1	14.2
CP All Plc	CPALL TB	5526	4919	1.1	10.9
<b>Среднее по развивающимся</b>				<b>0.9</b>	<b>12.9</b>
<b>Дисконт/премия к российским аналогам</b>				<b>-12%</b>	<b>-3%</b>
<b>Дисконт/премия к зарубежным аналогам развитых рынков</b>				<b>145%</b>	<b>77%</b>
<b>Дисконт/премия к зарубежным аналогам развивающихся рынков</b>				<b>-21%</b>	<b>-15%</b>

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

Акции X5 Retail Group в настоящее время торгуются с дисконтом к российским аналогам, если судить по средним мультипликаторам. Особенно заметна недооценка по сравнению с «Магнитом». Также по рыночным мультипликаторам бумаги X5 выглядят существенно дешевле акций розничных компаний развивающихся рынков. По сравнению с аналогами развивающихся рынков X5, как и все российские ритейлеры, торгуется с премией, что в первую очередь объясняется существенно более высокими темпами роста отечественных игроков.

## Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Выручка</b>	11282	16369	20779	25038	28947	32826
Себестоимость	8574	12408	15688	18854	21711	24521
Валовая прибыль	2708	3961	5091	6184	7237	8305
<i>Валовая рентабельность</i>	24.0%	24.1%	24.2%	24.4%	24.7%	25.0%
Общие и административные расходы	2256	3326	4177	4875	5526	6231
Доходы от аренды и прочая прибыль	135	180	229	275	318	361
<b>Операционная прибыль</b>	587	815	1142	1585	2030	2435
<i>Операционная рентабельность</i>	5.2%	5.0%	5.5%	6.3%	7.0%	7.4%
Финансовые расходы, net	-221	-277	-210	-133	-133	-43
Доля в убытке связанных компаний	0.5	0	0	0	0	0
Курсовые разницы	-5	0	0	0	0	0
Прибыль до налогообложения	362	538	932	1451	1897	2392
Налог на прибыль	112	134	186	290	379	478
<b>Чистая прибыль</b>	250	403	745	1161	1517	1914
<i>Чистая рентабельность</i>	2.2%	2.5%	3.6%	4.6%	5.2%	5.8%

## Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства и эквиваленты	1012	482	1229	1492	2897	3425
Запасы	686	993	1255	1508	1737	1962
Дебиторская задолженность	284	534	479	713	633	859
Прочие текущие активы	250	297	353	420	501	598
<b>Итого текущие активы</b>	<b>2232</b>	<b>2306</b>	<b>3316</b>	<b>4133</b>	<b>5768</b>	<b>6843</b>
Основные средства	3799	4431	4523	4640	4763	4920
Гудвил	900	900	900	900	900	900
Нематериальные активы	550	600	650	700	750	800
Прочие долгосрочные активы	388	413	450	488	528	570
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>5638</b>	<b>6344</b>	<b>6523</b>	<b>6728</b>	<b>6941</b>	<b>7190</b>
<b>Всего активов</b>	<b>7870</b>	<b>8650</b>	<b>9839</b>	<b>10862</b>	<b>12709</b>	<b>14033</b>
Банковские займы	1302	440	1234	553	1300	300
Финансовый лизинг	2	2	2	2	2	2
Кредиторская задолженность	1715	2482	3138	3771	4342	4904
Прочие текущие обязательства	754	977	1116	1329	1524	1718
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>3772</b>	<b>3900</b>	<b>5489</b>	<b>5655</b>	<b>7168</b>	<b>6924</b>
Банковские займы	2203	2624	1450	1200	200	200
Финансовый лизинг	3	3	3	3	3	3
Прочие долгосрочные обязательства	230	233	234	235	236	237
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>2437</b>	<b>2860</b>	<b>1687</b>	<b>1438</b>	<b>439</b>	<b>440</b>
Уставный капитал	94	94	94	94	94	94
Добавочный капитал	2049	2049	2049	2049	2049	2049
Резервы	-930	-1045	-869	-633	-362	-708
Нераспределенная прибыль	449	792	1388	2259	3321	5235
<b>Итого капитал</b>	<b>1662</b>	<b>1889</b>	<b>2662</b>	<b>3769</b>	<b>5103</b>	<b>6670</b>
<b>Всего обязательств и акционерного капитала</b>	<b>7870</b>	<b>8650</b>	<b>9839</b>	<b>10862</b>	<b>12709</b>	<b>14033</b>

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прибыль до налогообложения	362	538	932	1451	1897	2392
Амортизация	293	427	458	484	502	522
Процентные расходы	221	277	210	133	133	43
Прочие статьи	55	50	50	50	50	50
Изменение в оборотном капитале:						
Изменение дебиторской задолженности	25	-250	55	-234	79	-225
Увеличение товаров и запасов	-73	-307	-262	-253	-229	-225
Увеличение кредиторской задолженности	159	767	656	633	571	562
Изменение прочей кредиторской задолженности и обязательств	143	223	139	213	195	194
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>	<b>1185</b>	<b>1726</b>	<b>2237</b>	<b>2477</b>	<b>3200</b>	<b>3313</b>
Уплаченный налог на прибыль	-112	-134	-186	-290	-379	-478
Уплаченные проценты	-219	-272	-205	-128	-128	-38
<b>Денежный поток от основной деятельности</b>	<b>854</b>	<b>1319</b>	<b>1845</b>	<b>2059</b>	<b>2692</b>	<b>2797</b>
Приобретение основных средств и компаний	-630	-1348	-599	-656	-683	-754
Приобретение НМА	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Прочие статьи	-1163	-40	-40	-40	-40	-40
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-1813</b>	<b>-1408</b>	<b>-659</b>	<b>-716</b>	<b>-743</b>	<b>-814</b>
Кредиты и займы	1561	-441	-380	-931	-253	-1000
Финансовый лизинг	-2	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	-61	-149	-290	-455
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>1559</b>	<b>-441</b>	<b>-440</b>	<b>-1080</b>	<b>-544</b>	<b>-1455</b>
Увеличение денежных средств	600	-530	746	263	1406	528
Денежные средства на начало года	412	1012	482	1229	1492	2897
<b>Денежные средства на конец года</b>	<b>1012</b>	<b>482</b>	<b>1229</b>	<b>1492</b>	<b>2897</b>	<b>3425</b>

## Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

### Потавин Александр

Начальник отдела  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
доб. тел.: 6188  
[potavin@itinvest.ru](mailto:potavin@itinvest.ru)

### Самарец Ольга

Потребительский сектор  
доб. тел.: 6170  
[samarets@prsp.ru](mailto:samarets@prsp.ru)

### Солодин Дмитрий

Технический анализ  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[solodin@itinvest.ru](mailto:solodin@itinvest.ru)

### Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки  
тел.: +7 (495) 933-32-34  
[egishynts@itinvest.ru](mailto:egishynts@itinvest.ru)

## Трейдинг + 7 (495) 937 3363

### Лобанов Александр

Начальник отдела  
[lobjr@prospect.com.ru](mailto:lobjr@prospect.com.ru)

### Кузнецова Ирина

[kuznetsova@prospect.com.ru](mailto:kuznetsova@prospect.com.ru)

### Хмельник Михаил

[hop@prospect.com.ru](mailto:hop@prospect.com.ru)

### Синельщикова Екатерина

[skat@prsp.ru](mailto:skat@prsp.ru)

### Зуев Дмитрий

[zouev@prospect.com.ru](mailto:zouev@prospect.com.ru)

### Билялов Энвер

[bilyalov@prospect.com.ru](mailto:bilyalov@prospect.com.ru)

### Гусев Николай

[ngusev@prospect.com.ru](mailto:ngusev@prospect.com.ru)

## Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (095) 937 3363

Факс: +7 (095) 937 3360

[www.prospect.com.ru](http://www.prospect.com.ru)

[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)

[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)

[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.