

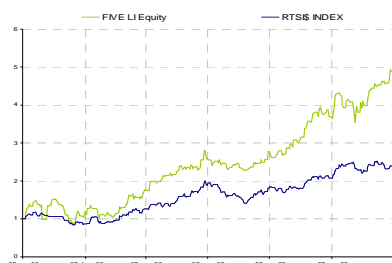
Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

X5 Retail Group – повышение целевой цены

Мы внесли изменения в нашу модель оценки акций X5 Retail Group с учетом опубликованной отчетности за 2009 год и операционных показателей 1 квартала 2010 года. Целевая цена GDR X5 повышена до \$42,8. Рекомендация осталась прежней – «Покупать».

X5 Retail Group	
Тикер Bloomberg	FIVE LI
Цена, \$	35,2
Кол-во GDR, шт.	271 572 872
МСар, \$ млн.	9559
EV, \$ млн.	11092
Целевая цена, \$	42,8
Потенциал роста, %	22%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2009	2010П
Выручка	8717	11357
EBITDA	736	950
Чистая прибыль	165	300
P/S	1.1	0.8
P/E	57.8	31.9
EV/EBITDA	15.1	11.7



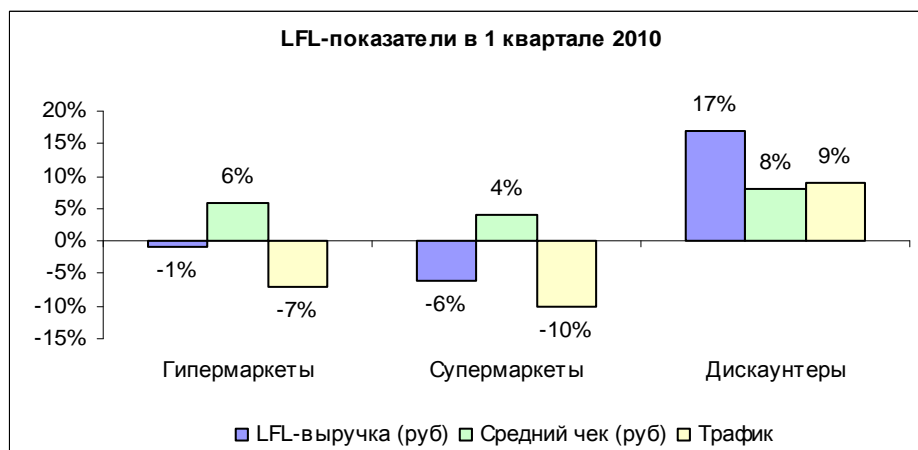
- X5 Retail Group 15 апреля опубликовала консолидированные финансовые показатели 2009 года. Выручка за год совпала с нашим прогнозом и составила \$8717 млн., увеличившись за год на 4%. В рублях продажи X5 в прошедшем году выросли на 33%. Отметим, что компания ранее уже публиковала операционные итоги года. В текущем году компания рассчитывает нарастить розничные продажи примерно на 25% в рублях. Согласно опубликованным 9 апреля данным продаж в 1 квартале, оборот за первые три месяца года вырос на 20%, при этом трафик в сопоставимых супермаркетах и гипермаркетах снизился. До конца года X5 рассчитывает улучшить ситуацию и достичь запланированного прироста продаж.
- В 2009 году X5 Retail Group активно инвестировала в оборот, снижая цены в своих магазинах. В частности, в дискаунтерах сети действовала политика, направленная на установление минимальных цен на рынке. Это принесло свои плоды, трафик в магазинах существенно вырос, что весьма положительно сказалось и на росте оборота. Однако снижение цен не могло не оказать давления на валовую рентабельность, причем оно было даже более существенным, чем мы ожидали. По итогам года валовая рентабельность компании снизилась на 1,5 п.п., до 24,2% против нашего прогноза на уровне 24,4%.
- В то же время, компания продемонстрировала значительные успехи в области контроля над операционными издержками, что позволило частично компенсировать рост доли себестоимости в продажах. Операционная рентабельность за год была все же ниже нашего прогноза, 5,4% против 5,9%. Однако благодаря выросшим амортизационным отчислениям, EBITDA за год превысила прогноз на 2%. Рентабельность по EBITDA за год составила 8,4% против прогноза 8,3% и 9,2% в 2008 году. При этом в 4 квартале 2009 года показатель был на уровне 8,6%, тогда как мы ожидали 8%.
- Согласно заявлению менеджмента X5, в текущем году компания планирует продолжить свою ценовую политику, что может привести к небольшому снижению валовой рентабельности. В то же время, компания рассчитывает, что рентабельность по EBITDA удастся удержать примерно на текущих уровнях благодаря контролю над издержками.
- X5 Retail Group подтвердила свой предыдущий прогноз развития розничной сети. По итогам 2010 года может быть открыто 7-10 гипермаркетов, около 15 супермаркетов и 200-250 дискаунтеров. Общий объем инвестиций за год может составить до 18 млрд.рублей.

Продажи

В 2009 году X5 Retail Group стала лидером среди публичных аналогов по темпам роста оборота. Компания за год нарастила консолидированную выручку на 33% в рублях и на 4% в долларах. Наилучшие результаты продемонстрировал сегмент дискаунтеров, в немалой степени благодаря новой ценовой стратегии компании, продажи в магазинах этого формата выросли за год на 34% в рублях по данным pro-forma. В гипермаркетах рост продаж составил за год 28%, а в супермаркетах – 9%. Помимо расширения розничной сети, увеличению выручки X5 способствовал и рост показателей сопоставимых магазинов, прежде всего невысокого ценового сегмента. LFL-выручка дискаунтеров в 2009 году выросла в рублях на 17%, тогда как в гипермаркетах рост составил 7%, а в LFL-выручка супермаркетов осталась на уровне 2008 года.

В 1 квартале 2010 года темпы роста продаж снизились, в первую очередь в гипермаркетах и супермаркетах

В 1 квартале 2010 года темпы роста выручки несколько снизились. Рост чистого розничного оборота в рублях год-к-году составил в январе-марте 20%. LFL-выручка увеличилась в целом по компании на 7%. При этом дискаунтеры сети продолжили демонстрировать высокие темпы роста показателей – LFL-выручка увеличилась на 17%. А вот в гипермаркетах и супермаркетах продажи сопоставимых магазинов снизились в 1 квартале 2010 года на 1% и 6% соответственно из-за снижения трафика на 7% и 10%.



Источник: данные компании

Снижение темпов роста в 1 квартале было связано с несколькими причинами. Во-первых, это эффект высокой базы, ведь 1 квартал 2009 года был наиболее сильным у компании в прошедшем году, что и сказалось на LFL-показателях первых месяцев 2010 года. Во-вторых, потребительский спрос продолжает оставаться достаточно ограниченным, что связано с общим состоянием экономики. Кроме того, свое влияние оказала и достаточно низкая продуктовая инфляция в 1 квартале 2010 года. Индекс потребительский цен на продовольственные товары в марте 2010 года был лишь на 4,8% выше уровня марта 2009 года. При этом внутренняя инфляция X5 была еще меньше – цены в марте текущего года были в среднем всего на 1,6% выше уровня годом ранее.

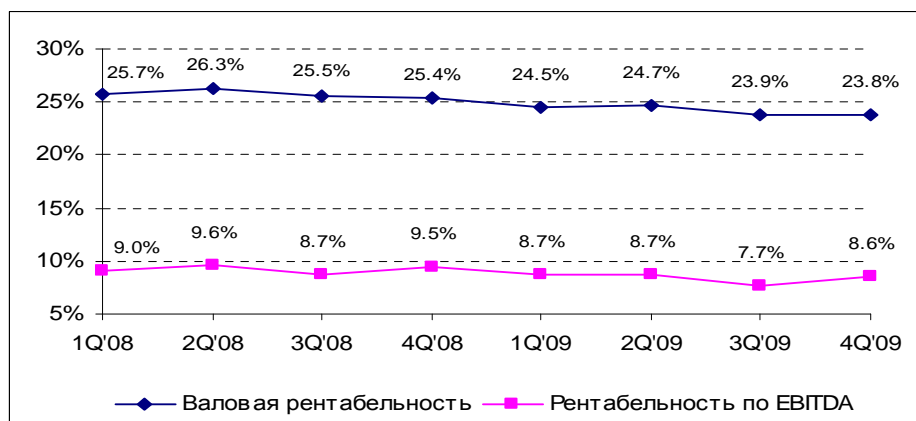
Но компания рассчитывает на улучшение ситуации и сохраняет свой прогноз роста выручки в 2010 году на 25%

Согласно заявлению менеджмента X5 Retail Group, до конца года компания рассчитывает на улучшение ситуации с продажами в гипермаркетах и супермаркетах, как за счет увеличения суммы среднего чека, так и за счет роста трафика. В дискаунтерах сети рост оборота также будет поддерживаться за счет ценовой политики компании. X5 сохраняет свой прогноз роста продаж в 2010 году на уровне 25% в рублях, озвученный ранее.

Давление на рентабельность со стороны ценообразования компания частично компенсировала за счет контроля над операционными издержками

Рентабельность

Как и ожидалось, снижение цен на товары в магазинах, позволившее компании нарастить количество покупателей, привело к снижению валовой рентабельности. По итогам года валовая рентабельность X5 сократилась с 25,7% до 24,2%, мы ожидали снижения до 24,4%. В то же время, частично давление удалось компенсировать за счет контроля над операционными издержками, в первую очередь расходами на оплату труда. Доля SG&A в выручке в 2009 году составила 20% по сравнению с 20,3% годом ранее. Без учета амортизации доля операционных издержек снизилась по итогам года с 17,6% до 16,9%. В результате рентабельность по EBITDA в 2009 году составила 8,4% против нашего прогноза на уровне 8,3% и 9,2% в 2008 году. Существенным прирост был в 4 квартале года, когда рентабельность по EBITDA выросла до 8,6%, тогда как мы ожидали 8%. В результате EBITDA X5 Retail Group за год превысила наш прогноз на 2,3%.



Источник: данные компании

Чистая прибыль компании в 2009 году составила \$165 млн., оказавшись существенно ниже нашего прогноза. Связано это было как с более низкой операционной прибылью, так и с убытком от изменения курсов валют на уровне \$7,6 млн., зафиксированным компанией в 4 квартале. Прибыль, скорректированная на неденежные статьи, в 2009 году составила, по нашим расчетам, \$215 млн., что на 8% ниже прогноза.

Основные показатели, \$ млн.

	2008	2009	2009/2008	2009П	2009Ф/П
Выручка	8353	8717	4.4%	8718	0.0%
Валовая прибыль	2147	2108	-1.8%	2127	-0.9%
<i>Валовая рентабельность</i>	25.7%	24.2%		24.4%	
EBITDA	768	736	-4.2%	719	2.3%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	9.2%	8.4%		8.3%	
Чистая прибыль	-2138	165	-107.7%	241	-31.5%
<i>Чистая рентабельность</i>	-25.6%	1.9%		2.8%	
Скорректированная чистая прибыль	387	215	-44.4%	234	-8.1%
<i>Скорректированная чистая рентабельность</i>	4.6%	2.5%		2.7%	

Источник: данные компании, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

Обновление модели

С учетом финансовых результатов 2009 года и операционных показателей 1 квартала 2010 года мы внесли изменения в наш прогноз финансовых показателей X5 Retail Group. Основные изменения коснулись показателей эффективности работы розничной сети, тогда как прогноз выручки остался практически без изменений. Мы понизили наш прогноз валовой рентабельности компании, в частности, в 2010 году – с 24,6% до 23,9%, отразив как результаты 4 квартала 2009 года, так и намерения компании продолжать инвестиции в оборот. В то же время, прогноз рентабельности по EBITDA практически не изменился, а на 2010-2011 годы был даже немного повышен. Связано это было в первую очередь с тем, что компания не только превзошла наши ожидания в области контроля операционных издержек, но и выразила намерения поддерживать эффективность на уровне EBITDA даже при дальнейшем давлении на валовую рентабельность.

Прогноз основных финансовых показателей

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка, \$ млн.						
Предыдущий прогноз	11349	14317	17467	20508	23268	26263
Новый прогноз	11357	14332	17470	20510	23271	26270
Валовая рентабельность						
Предыдущий прогноз	24.6%	24.8%	25.0%	25.2%	25.4%	25.5%
Новый прогноз	23.9%	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%	25.3%
Рентабельность по EBITDA						
Предыдущий прогноз	8.2%	8.9%	9.5%	9.7%	9.9%	9.9%
Новый прогноз	8.4%	9.0%	9.4%	9.6%	9.7%	9.9%

С учетом обновленного прогноза финансовых показателей, мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций. Ставка дисконтирования осталась на уровне 13%, долгосрочный темп роста – 3,5%. Потоки приведены к концу 2010 года, первый год постпрогнозного периода – 2016.

Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ЕБИТ	643	953	1279	1569	1850	2162
Налог на ЕБИТ	129	191	256	314	370	432
Амортизация	307	337	368	396	419	445
Сарех	598	589	641	678	743	858
Изменение неденежной части оборотного капитала	-171	-186	-313	-226	-322	-179
Денежный поток	394	697	1063	1199	1478	1496
Ставка дисконтирования	13%					
Дисконтированный денежный поток		616	833	831	906	812
Сумма ДДП	3998					
Темпы роста в постпрогножном периоде	3.5%					
Продленная стоимость	16296					
Приведенная продленная стоимость	8845					
Стоимость компании	12843					
Чистый долг, 2010П	1226					
Стоимость акционерного капитала	11617					
Стоимость на GDR, \$	42.8					

Согласно нашим расчетам, целевая цена составляет \$42,8 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%		44.3	41.7	39.4	37.3
3,0%		46.4	43.6	41.0	38.7	36.6
3,5%		48.7	45.6	42.8	40.3	38.0
4,0%		51.3	47.8	44.8	42.0	39.6
4,5%		54.2	50.3	47.0	44.0	41.3

Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S '10	EV/EBITDA '10	EBITDA margin '10
X5 Retail Group	FIVE LI	9559	11092	0.8	11.7	8.4%
Российские аналоги						
Магнит	MGNT RU	7694	7741	1.0	11.2	9.0%
Дикси	DIXY RU	1012	1300	0.5	9.9	6.0%
<i>Среднее по российским аналогам</i>				0.7	10.5	
Развитые рынки						
Carrefour	CA FP	36255	n/a	0.3		5.6%
Tesco	TSCO LN	53904	67959	0.6	8.4	8.4%
Metro AG	MEO GR	20379	26740	0.2	5.6	5.2%
Walmart	WMT US	204941	240534	0.5	7.2	7.8%
Sainsbury	SBRY LN	9947	12800	0.3	7.3	5.7%
Casino Guichard	CO FP	9734	18189	0.2	6.8	6.8%
Delhaize Group	DELB BB	8411	11653	0.3	5.6	7.5%
Kroger	KR US	15128	22834	0.2	5.9	4.8%
Safeway	SWY US	10299	14730	0.2	5.7	6.2%
<i>Среднее по развитым</i>				0.3	6.6	6.5%
Развивающиеся рынки						
Lianhua Supermarket	980 HK	2364	1551	0.6	8.4	4.5%
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	2861	2816	0.3	7.2	4.6%
Wumart Stores Inc	8277 HK	2572	2484	1.3	15.8	7.7%
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	961	1650	0.2	5.1	7.4%
Migros	MGROS TI	3270	4139	0.8	14.3	7.0%
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	45823	44488	1.6	16.1	10.0%
Dairy Farm	DFI SP	9427	9413	1.2	14.2	8.2%
Bim Birlesik	BIMAS TI	4360	4248	1.0	17.8	5.3%
Cencosud	CENCOSUD CI	8852	11083	0.7	12.3	7.6%
<i>Среднее по развивающимся</i>				0.9	12.4	7.1%
Премия к российским аналогам				15%	11%	
Премия к зарубежным аналогам развитых рынков				164%	78%	
Премия к зарубежным аналогам развивающихся рынков				-2%	-6%	

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка	11357	14332	17470	20510	23271	26270
Себестоимость	8643	10864	13190	15444	17453	19623
Валовая прибыль	2714	3468	4280	5066	5818	6646
<i>Валовая рентабельность</i>	23.9%	24.2%	24.5%	24.7%	25.0%	25.3%
Общие и административные расходы	2208	2673	3194	3722	4224	4773
Доходы от аренды и прочая прибыль	136	158	192	226	256	289
Операционная прибыль	643	953	1279	1569	1850	2162
<i>Операционная рентабельность</i>	5.7%	6.6%	7.3%	7.7%	7.9%	8.2%
Финансовые расходы, net	-215	-182	-134	-114	-103	-85
Прибыль до налогообложения	428	771	1145	1455	1747	2077
Налог на прибыль	128	193	229	291	349	415
Чистая прибыль	300	579	916	1164	1398	1662
<i>Чистая рентабельность</i>	2.6%	4.0%	5.2%	5.7%	6.0%	6.3%

Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства и эквиваленты	314	674	1591	2470	3476	4566
Запасы	691	869	1055	1235	1396	1570
Дебиторская задолженность	288	428	424	553	530	665
Прочие текущие активы	250	297	353	420	501	598
Итого текущие активы	1544	2268	3423	4678	5903	7398
Основные средства	3160	3310	3479	3657	3862	4129
Гудвил	800	800	800	800	800	800
Нематериальные активы	550	600	650	700	750	800
Прочие долгосрочные активы	395	421	460	500	542	587
Итого долгосрочные активы	4905	5131	5388	5656	5955	6316
Всего активов	6449	7399	8811	10335	11857	13714
Банковские займы	591	300	300	464	300	300
Финансовый лизинг	2	2	2	2	2	2
Кредиторская задолженность	1729	2173	2638	3089	3491	3925
Прочие текущие обязательства	761	868	954	1105	1244	1393
Итого краткосрочные обязательства	3083	3343	3894	4660	5036	5620
Банковские займы	950	1055	1062	800	800	800
Финансовый лизинг	5	5	5	5	5	5
Прочие долгосрочные обязательства	232	233	233	234	235	235
Итого долгосрочные обязательства	1187	1293	1300	1039	1040	1040
Уставный капитал	94	94	94	94	94	94
Добавочный капитал	2049	2049	2049	2049	2049	2049
Резервы	-462	-370	-249	-104	64	-326
Нераспределенная прибыль	499	991	1723	2597	3575	5237
Итого капитал	2180	2763	3617	4635	5781	7054
Всего обязательств и акционерного капитала	6449	7399	8811	10335	11857	13714

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прибыль до налогообложения	428	771	1145	1455	1747	2077
Амортизация	307	337	368	396	419	445
Процентные расходы	215	182	134	114	103	85
Прочие статьи	50	50	50	50	50	50
Изменение в оборотном капитале:						
Изменение дебиторской задолженности	21	-140	5	-129	23	-135
Увеличение товаров и запасов	-79	-178	-186	-180	-161	-174
Увеличение кредиторской задолженности	172	444	465	451	402	434
Изменение прочей кредиторской задолженности и обязательств	148	107	85	152	138	150
Денежные средства от операционной деятельности	1262	1573	2066	2308	2722	2933
Уплаченный налог на прибыль	-128	-193	-229	-291	-349	-415
Уплаченные проценты	-210	-177	-129	-109	-98	-80
Денежный поток от основной деятельности	924	1203	1708	1908	2274	2437
Приобретение основных средств и компаний	-598	-589	-641	-678	-743	-858
Приобретение НМА	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Прочие статьи	0	-50	-50	-50	-50	-50
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-618	-659	-711	-748	-813	-928
Кредиты и займы	-404	-185	7	-98	-164	0
Дивиденды	0	0	-87	-183	-291	-419
Денежный поток от финансовой деятельности	-404	-185	-80	-281	-455	-419
Валютные корректировки	0	0	0	0	0	0
Увеличение денежных средств	-97	359	917	879	1006	1090
Денежные средства на начало года	412	314	674	1591	2470	3476
Денежные средства на конец года	314	674	1591	2470	3476	4566

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Потавин Александр**

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

Габбасов Роман

Электроэнергетика
доб. тел.: 6156
gabbasov@prsp.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

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

Егишянц Сергей

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

Трейдинг + 7 (495) 937 3363**Лобанов Александр**

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Билялов Энвер

bilyalov@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

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

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.