

X5

Нет предела совершенству

В данном обзоре мы пересмотрели нашу модель по Группе X5. В результате мы повысили нашу целевую цену по акциям компании на 27 % – с \$ 38.57 до \$ 48.8. Наша рекомендация – «покупать».

Основными поводами для пересмотра стали отличные результаты деятельности компании за 1-й и 2-й кварталы 2008г., которые превысили наши и консенсусные ожидания.

Основные изменения в нашей модели

1. **Мы повысили прогнозы по выручке**, подняв их в среднем на 15-19 %, что обусловлено:
 - Более высоким ростом продаж LFL в 1-м и 2-м кварталах 2008г., который превысил наши ожидания.

Более того, в мае компания сама повысила свой прогноз по этому показателю с 10 до 17 % (в руб.) в 2008г. В результате прогноз компании по росту продаж (без учета Карусели) был повышен с 36-38 % до более чем 40 %.

- Более ранней консолидацией результатов Карусели (ранее в нашей модели мы предположили, что консолидация начнется в 4-м квартале).

2. **Мы понизили прогнозы по рентабельности EBITDA** в среднем на 40-50 б.п., что обусловлено высоким ростом заработной платы и коммунальных расходов.

Мы не изменили наши прогнозы по валовой рентабельности и по-прежнему считаем, что валовая маржа не будет *сильно* снижаться благодаря улучшению логистики и увеличению доли private label.

Несмотря на то что мы повысили долю расходов на заработную плату в нашей модели, мы считаем, что рост расходов будет сдерживаться за счет снижения среднего количества работников в магазинах благодаря вводу распределительных центров, а также увеличению в выручке доли регионов, где заработная плата ниже.

Более того, увеличение доли площадей в собственности (за счет присоединения Карусели) с 47 % на конец 2007г. до 55 % позволит снизить долю арендных платежей в выручке, а также увеличит долю арендных доходов.

3. **Мы также повысили CAPEX** с учетом корректировки стоимости Карусели (стоимость Карусели (\$940 млн) оказалась выше, чем мы ожидали (\$850 млн)) и расходов на интеграцию Карусели.

Акции

Потребительский сектор

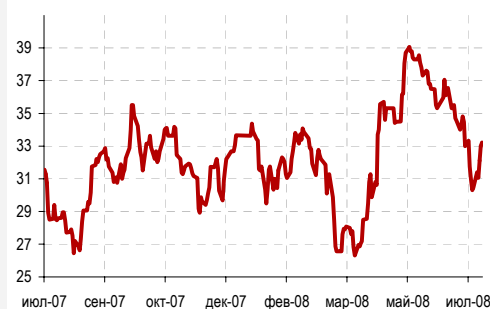
Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Основные данные

Код LSE	FIVE
Цена акции \$	32.27
Капитализация млн. \$	8 538
EV млн. \$	9 051
Целевая цена \$	48.80
Потенциал %	51%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. \$	2007	2008П	2009П
Выручка	5 320	8 980	13 170
EBITDA	479	786	1 189
Прибыль	144	260	464
EV/EBITDA	19.09	11.63	7.69
EV/S	1.72	1.02	0.69
P/E	60.02	33.18	18.61
Рентабельность			
По EBITDA	9.0%	8.8%	9.0%
Чистая	2.7%	2.9%	3.5%

Акционеры

	Доля%
Alfa Group	48.4%
менеджмент X5	1.9%
основатели сети "Пятерочка"	21.1%
один из основателей сети "Перекресток"	3.3%
free float	25.3%

Операционные результаты за 1-е полугодие 2008г.

На прошлой неделе Группа Х5 подвела операционные итоги 1-го полугодия 2008г. Результаты за 2-й квартал подтвердили хороший задел, продемонстрированный в 1-м квартале, в плане роста выручки.

Структура увеличения торговой площади Х5 в 1-м полугодии 2008г. (без учета Карусели)

тыс. кв.м.	Москва	Санкт-Петербург	регионы	всего	тыс. кв.м.	Москва	Санкт-Петербург	регионы	всего
гипермаркеты	1	0	4	5	гипермаркеты	2%	0%	8%	10%
супермаркеты	4	0	10	14	супермаркеты	7%	0%	20%	27%
дискаунтеры	6	8	17	32	дискаунтеры	12%	17%	33%	62%
всего	11	8	32	51	всего	22%	17%	62%	100%

Источник: данные компании

Распределение торговой площади Х5 по форматам и регионам (без учета Карусели)

31.12.2007					30.06.2008				
тыс. кв.м.	Москва	Санкт-Петербург	регионы	всего	тыс. кв.м.	Москва	Санкт-Петербург	регионы	всего
гипермаркеты	3%	0%	7%	10%	гипермаркеты	3%	0%	7%	10%
супермаркеты	18%	4%	10%	31%	супермаркеты	17%	4%	11%	31%
дискаунтеры	29%	22%	8%	59%	дискаунтеры	27%	22%	10%	59%
всего	49%	26%	25%	100%	всего	47%	25%	28%	100%

Источник: данные компании

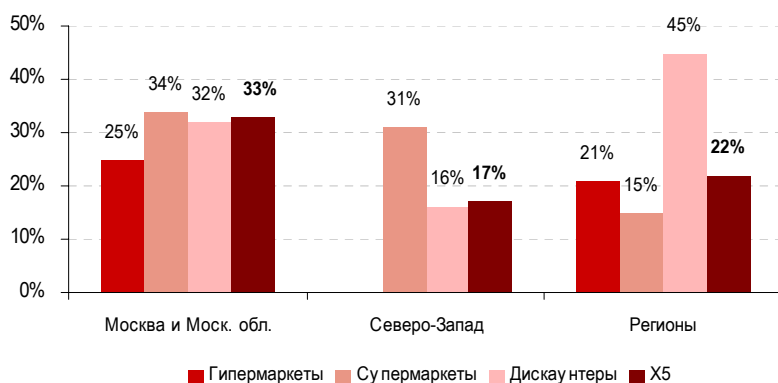
- В 1-м полугодии Х5 увеличила свои торговые площади на 51 тыс. кв.м., что составляет 32-36 % годового плана. Напоминаем, что ввиду сезонности большая часть открытий новых магазинов приходится на 2-е полугодие.
- Предпочтение при открытии магазинов по-прежнему отдается дискаунтерам, которые составили 62 % общего увеличения торговой площади.
- Примечательно, что основная экспансия пришлась на регионы (62 %), в том числе Пермь, Тверь, Калуга, Великий Новгород, Ижевск, Краснодар. В результате доля торговых площадей, расположенных в регионах, выросла с 25 до 28 % за 1-е полугодие 2008г.
- Розничная выручка Х5 увеличилась на 61 % и составила \$ 3 744 млн, что превысило наши ожидания.
- Наибольший рост продемонстрировали дискаунтеры (+65 %).

Структура выручки, млн \$	1пол07	1пол08	изм. %
гипермаркеты	167	264	57.7%
супермаркеты	865	1335	54.4%
дискаунтеры	1300	2145	65.0%
Всего	2331	3744	60.6%

Источник: данные компании

- В 1-й половине 2008 г. Х5 продемонстрировала отличный рост сопоставимых продаж – 27 % – на фоне увеличения трафика на 7 % и роста среднего чека на 20 %.

Рост сопоставимых продаж (LFL) по регионам и форматам, 1 пол.2008



Источник: данные компании

Приобретение Карусели

27 июня 2008г. была полностью завершена сделка по покупке сети гипермаркетов «Карусель». В результате сделки Х5 приобрела 100 % акций Formata Holding B.V., владеющего 23 гипермаркетами (торговая площадь – 132 тыс.кв.м.) и 11 участками земли, где идет или планируется строительство гипермаркетов, за \$ 940 млн, 25 % из которых было оплачено акциями.

На данный момент, менеджмент Х5 еще не определился, будет ли Карусель ребрендрована или нет. Напомним, что еще в марте этого года было объявлено о запуске бренда «Меркадо Суперцентр», под которым планируется открывать новые гипермаркеты сети.

Начиная со 2-го полугодия 2008г. финансовые показатели Карусели будут полностью консолидированы в отчетность Х5.

Рост выручки Карусели за 1-е полугодие 2008г. составил 63 %.

Финансовая отчетность Карусели, 2007

\$ млн.	2006	2007	изм. %
Выручка	361	831	130.5%
Валовая прибыль	86	207	141.7%
Валовая рентабельность	23.7%	24.9%	
ЕБИТДА	28	70	146.5%
Рентабельность ЕБИТДА	7.9%	8.4%	
Чистая прибыль	10	20	100.5%
Чистая рентабельность	2.7%	2.4%	

На данный момент рентабельность Карусели немного ниже рентабельности Х5, что может привести к размыванию маржи в консолидированной отчетности. Однако, синергетический эффект от сделки, на наш взгляд, заключается в том, что Карусель, будучи частью Группы Х5, получит более выгодные условия поставок, что повысит ее маржу. Более того, мощная логистическая система Х5 также позволит повысить операционную эффективность.

Логистика

В 1-м полугодии Х5 увеличила свои складские площади на 45.1 тыс. кв., открыв 4 (нетто) распределительных центра. На данный момент группа имеет 14 РЦ общей площадью 189 тыс. кв.м.

Распределительные центры Х5

Регион	кол-во РЦ	Площадь, тыс. кв.м.
Москва	6	123.7
Санкт-Петербург	3	37.2
Нижний Новгород	1	13.5
Челябинск	1	6.6
Екатеринбург	1	2.5
Пермь	1	3.6
Липецк	1	1.7
Всего	14	189

Сравнение с сетями

	Дикси	Магнит	Х5
Торговая площадь (кв.м.), 1кв08	153 922	674 935	639 297
Количество РЦ	7	8	14
Общая площадь РЦ (кв.м.)	61 400	137 561	188 800
Доля закупок через РЦ в 2007	60%	71%	46%
Целевая доля закупок через РЦ	70-80%	85%	75-90 % (в зависимости от формата)

Финансовые результаты за 1-й квартал 2008г.

В данном разделе мы рассмотрим некоторые аспекты рентабельности Группы, которые также повлияли на корректировку нашей модели.

\$ млн.	1кв07	1кв08	изм. %
Выручка	1 106	1 786	61.4%
Валовая прибыль	287	458	59.9%
Валовая рентабельность	25.9%	25.7%	
Операционные расходы	233	359	54.2%
% от выручке	21.0%	20.1%	
ЕБИТДА	107	161	50.3%
Рентабельность ЕБИТДА	9.7%	9.0%	
Чистая прибыль	27	86	218.5%
Чистая рентабельность	2.4%	4.8%	

- Валовая рентабельность компании незначительно снизилась – с 25.9 до 25.7 %, что укладывается в стратегию компании по повышению лояльности покупателей за счет выставления конкурентных цен. Напоминаем, что прогноз компании по валовой марже на 2008 год лежит в диапазоне 25.8-26.2 %, что согласуется с нашими прогнозами.
- Рентабельность EBITDA упала с 9.7 до 9 %, что связано с ростом доли расходов на заработную плату (на 85 %) с 8.5 до 9.7 %, а также коммунальных расходов (на 83 %) с 1.1 до 1.3 %.

Как сообщила компания, повышение зарплат для работников супермаркетов и гипермаркетов в прошлом году в апреле и октябре составило более 20 % (в руб.), в то время как для работников дискаунтеров – 12-15 % (в руб.).

Операционные расходы	1кв07	1кв08	изм. %
расходы на оплату труда	94	174	85.4%
% от выручки	8.5%	9.7%	
арендные расходы	40	61	54.0%
% от выручки	3.6%	3.4%	
прочие опер. расходы	15	24	56.2%
% от выручки	1.4%	1.3%	
амортизация	37	42	14.1%
% от выручки	3.3%	2.4%	
коммунальные платежи	12	23	83.1%
% от выручки	1.1%	1.3%	
услуги третьих лиц	12	14	20.3%
% от выручки	1.1%	0.8%	
другое	23	21	-9.3%
% от выручки	2.1%	1.2%	

Основные изменения в модели

4. **Мы повысили прогнозы по выручке**, подняв их в среднем на 15-19 %, что обусловлено:
 - Более высоким ростом продаж LFL в 1-м и 2-м кварталах 2008г., который превысил наши ожидания. Более того, в мае компания повысила свой прогноз по этому показателю с 10 до 17 % (в руб.) в 2008г. В результате прогноз компании по росту продаж (без учета Карусели) был повышен с 36-38 % до более чем 40 %.
 - Более ранней консолидацией результатов Карусели (ранее в нашей модели мы предположили, что консолидация начнется в 4-м квартале).
5. **Мы понизили прогнозы по рентабельности EBITDA** в среднем на 40-50 б.п., что обусловлено более высоким ростом заработной платы и коммунальных расходов.

Мы не изменили наши прогнозы по валовой рентабельности и по-прежнему считаем, что валовая маржа не будет *сильно* снижаться благодаря улучшению логистики и увеличению доли private label.

Несмотря на то что мы повысили долю расходов на заработную плату в нашей модели, мы считаем, что рост расходов будет сдерживаться за счет снижения среднего количества работников в магазине благодаря вводу распределительных центров, а также увеличению в выручке доли регионов, где заработная плата ниже.

Более того, увеличение доли площадей в собственности (за счет присоединения Карусели) с 47 % на конец 2007г. до 55 % позволит снизить долю арендных платежей в выручке, а также увеличит долю арендных доходов.

6. **Мы также повысили CAPEX** с учетом корректировки стоимости Карусели (стоимость Карусели (\$940 млн) оказалась выше, чем мы ожидали (\$850 млн)) и расходов на интеграцию Карусели.

Основные изменения в модели

\$ млн.	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	CAGR 08-10	CAGR 08-12
Выручка									
старый прогноз	5320	7550	11443	14486	17199	19296	20795		
новый прогноз	5320	8980	13170	16719	20008	22548	24427		
изм.	0.0%	18.9%	15.1%	15.4%	16.3%	16.9%	17.5%		
темп роста - старый		41.9%	51.6%	26.6%	18.7%	12.2%	7.8%	39.6%	29.4%
темп роста - новый		68.8%	46.7%	26.9%	19.7%	12.7%	8.3%	46.5%	33.5%
Торговая площадь, тыс.кв.м.									
старый прогноз	609	914	1092	1236	1329	1382	1426		
новый прогноз	609	905	1083	1231	1326	1384	1431		
изм.	0.0%	-1.0%	-0.8%	-0.4%	-0.2%	0.1%	0.3%		
темп роста - старый		50.0%	19.5%	13.2%	7.5%	4.0%	3.2%	26.6%	17.8%
темп роста - новый		48.5%	19.7%	13.7%	7.7%	4.4%	3.4%	26.4%	17.8%
Валовая рентабельность									
старый прогноз	26.4%	25.9%	25.8%	25.8%	25.7%	25.7%	25.7%		
новый прогноз	26.4%	25.9%	25.9%	25.8%	25.7%	25.7%	25.7%		
изм.	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
Рентабельность EBITDA									
старый прогноз	9.0%	8.9%	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%		
новый прогноз	9.0%	8.8%	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%		
изм.	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%		

Модель ДДП

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	8 980	13 170	16 719	20 008	22 548	24 427
Темп роста (%)	69%	47%	27%	20%	13%	8%
ЕБИТDA	786	1 189	1 518	1 839	2 077	2 253
Рентабельность (%)	8.8%	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%
ЕБИТ	555	847	1 131	1 426	1 648	1 816
Рентабельность (%)	6.2%	6.4%	6.8%	7.1%	7.3%	7.4%
-Налоги на ЕБИТ	211	280	339	385	412	436
НОРАТ	344	568	792	1 041	1 236	1 380
+ Амортизация	231	341	387	414	429	437
- Капвложения	-2 170	-678	-789	-639	-555	-485
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	348	392	335	312	239	177
Чистый денежный поток	-1 248	623	725	1 128	1 349	1 509

Основные предположения

WACC	11.7%
Конечный темп роста	3.5%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(D+E)	20.0%
Бета*	1.50
Бета с учетом долга	1.79
Безрисковая ставка**	5.6%
Стоимость капитала	12.7%
Стоимость долга	9.8%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	7.4%
WACC	11.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	2 436
Конечная стоимость	19 093
Приведенная конечная стоимость	10 989
Стоимость денежных потоков	13 426
Текущий чистый долг (наличность)	513
Чистая стоимость компании	12 913
Количество GDR (млн.)	264.6
Стоимость на акцию	48.80

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.7%	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%
Конечный темп роста (%)	5.0%	102.21	81.75	68.36	58.87	51.75	46.20	41.74
	4.5%	90.62	74.33	63.19	55.04	48.81	43.86	39.83
	4.0%	81.50	68.21	58.79	51.72	46.20	41.76	38.10
	3.5%	74.15	63.09	55.00	48.80	43.88	39.87	36.52
	3.0%	68.09	58.73	51.71	46.22	41.80	38.15	35.08
	2.5%	63.01	54.98	48.82	43.92	39.93	36.59	33.76
	2.0%	58.69	51.71	46.26	41.86	38.23	35.16	32.54

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	3 485	5 320	8 980	13 170	16 719	20 008	22 548	24 427
Операционные расходы	3 189	4 842	8 194	11 981	15 201	18 169	20 472	22 174
Амортизация	86	142	231	341	387	414	429	437
Операционная прибыль	210	337	555	847	1 131	1 426	1 648	1 816
EBITDA	297	479	786	1 189	1 518	1 839	2 077	2 253
Чистые процентные расходы	72	126	135	155	152	128	83	29
Прочие расходы (доходы)	- 15	- 32	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	153	243	420	692	979	1 298	1 564	1 788
Налоги на прибыль	51	99	160	228	294	350	391	429
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	102	144	260	464	685	947	1 173	1 359

Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	168	179	308	962	1 344	1 931	2 385	3 145
Дебиторская задолженность	148	149	252	369	469	561	632	685
Запасы	209	325	553	810	1 030	1 234	1 391	1 507
Прочие оборотные активы	107	208	208	208	208	208	208	208
Основные средства	1 266	1 988	3 928	4 265	4 667	4 893	5 019	5 067
Прочие внеоборотные активы	3 195	3 672	3 672	3 672	3 672	3 672	3 672	3 672
Итого активы	5 092	6 522	8 920	10 287	11 390	12 499	13 307	14 284
Кредиторская задолженность	552	969	1 646	2 414	3 068	3 677	4 144	4 490
Краткосрочный долг	218	254	307	323	297	250	166	94
Прочие краткосрочные обязательства	298	330	902	902	902	902	902	902
Долгосрочный долг	949	1 465	1 845	1 965	1 754	1 354	605	- 50
Прочие долгосрочные обязательства	185	262	715	715	715	715	715	715
Капитал и резервы	2 890	3 244	3 504	3 967	4 653	5 600	6 773	8 132
Итого пассивы	5 092	6 522	8 920	10 287	11 390	12 499	13 307	14 284

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	210	337	555	847	1 131	1 426	1 648	1 816
Налоги на прибыль	51	99	160	228	294	350	391	429
Амортизация	86	142	231	341	387	414	429	437
Изменение оборотного капитала	111	299	348	392	335	312	239	177
Обслуживание долга	72	126	135	155	152	128	83	29
Денежные потоки от операций	285	553	838	1 197	1 408	1 674	1 841	1 972
Капиталовложения	- 550	- 841	- 1 200	- 678	- 789	- 639	- 555	- 485
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	- 970	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 550	- 841	- 2 170	- 678	- 789	- 639	- 555	- 485
Свободные денежные потоки	- 265	- 288	- 1 332	519	619	1 035	1 286	1 488
Дивиденды	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	- 23	191	128	654	382	587	454	760

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.