

X5 Retail Group:

новый взгляд на розничную торговлю



Высокие результаты за 2007 г., впечатляющий рост выручки X5 Retail Group на 61% в I квартале 2008 г. и поглощение 100% сети "Карусель" являются прямым доказательством, что к концу 2008 г. ритейлер станет торговой сетью номер 1 на российском рынке розничной торговли. Успех X5 задает новые ориентиры для оценки российского ритейла.

– **Активность в сфере M&A** – залог дальнейшего успешного развития. Стратегические покупки X5 служат хорошим подспорьем для консолидации рынка розничной торговли (подробнее на стр. 2).

– **Гипермаркеты** – основной фактор роста X5 в 2008 г. Ритейлер делает серьезный упор на развитие этого формата. В 2007 г. X5 открыла 15 гипермаркетов. Благодаря покупке сети "Карусель" X5 станет ведущим оператором на динамично развивающемся рынке гипермаркетов (подробнее на стр.5).

– **Выход в премиальный сегмент** – способ повышения рентабельности. X5 запускает на рынок новую марку – "Зеленый Перекресток" – супермаркет класса "премиум", где средний чек будет на 10-15% выше, чем в обычном "Перекрестке" (подробнее на стр. 6).

– **Агрессивный рост** – основной фактор риска X5 в долгосрочной перспективе. При существующих масштабах ритейлер демонстрирует чересчур высокие темпы роста. Столь активное развитие требует больших капиталовложений (подробнее на стр. 7).

– **Переоценка всего российского рынка розничной торговли.** Сильные результаты X5 Retail Group, вопреки общеотраслевой тенденции к замедлению темпов роста, окажут заметное влияние на сектор розничной торговли. Во-первых, инвесторы по-новому будут оценивать российский ритейл, который способен генерировать столь впечатляющие темпы роста, а во-вторых, конкурентам X5 придется предпринять решительные действия, чтобы не остаться в стороне во время консолидации рынка розничной торговли (подробнее на стр. 7).

Краткое описание компании:

X5 Retail Group (ex-Pyaterochka Holding N.V.) образована в результате слияния сетей "Пятерочка" и "Перекресток" в 2006 г. Это – крупнейшая в России продуктовая розничная компания по выручке (более \$5 млрд за 2007 г.). Компания использует мультиформатную стратегию и развивает сразу 3 формата: дискаунтеры, супермаркеты и гипермаркеты. Стратегическая задача бизнеса X5 – стать основным консолидатором российского рынка продуктового ритейла, абсолютным лидером розничной торговли России, способным на равных конкурировать с ведущими международными сетями.

Тикер	FIVE LI
Текущая цена, \$	35.01
Кол-во акций, млн	212.71
Free-float	24%
Капитализация, \$ млн	7,447
52 нед. max	35.80
52 нед. min	25.29
EV, \$ млн	10,890
Цель, \$	43.96
Потенциал	26%
Рекомендация	Покупать

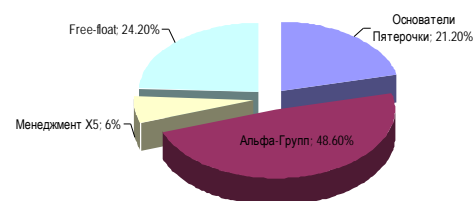
Источник: Bloomberg, расчеты ИФК "Алемар"

X5 Retail Group	2007 год
	\$ 5,320
Выручка	млн
	\$ 1,404
Валовая прибыль	млн
ЕБИТДА	\$ 479 млн
Чистая прибыль	\$ 144 млн
Количество магазинов*	868
Торговые площади*	609.2 тыс. кв. м

* - без учета франчайзинговых магазинов

Источник: X5

Акционерный капитал X5 Retail Group



Источник: X5

Аналитик:
Екатерина Стручкова
тел. +7 (495) 411-66-55 доб. 1794
Ekaterina.Struchkova@alemar.ru

X5: уверенные темпы роста продолжают

Впреки тенденции к замедлению темпов роста российских ритейлеров X5 демонстрирует сильные результаты по всем финансовым и операционным показателям. В 2007 г. ритейлер единственный из всех нарастил выручку на 53% – это показательная цифра, особенно если учитывать масштабы X5. При этом результаты минувшего года, по всей видимости, будут смещены еще более сильными: уже в I квартале 2008 г. компания показала рост выручки на 61% (до \$1,775.1 млн) – такого результата не ждали даже сами менеджеры X5. За период было открыто 62 магазина, торговые площади увеличились на 5%, в целом за период было введено в эксплуатацию 30.1 тыс. кв. м. Наибольшую часть выручки генерируют "мягкие" дискаунтеры (\$1,007.8 млн), затем – супермаркеты (\$638.6 млн) и гипермаркеты (\$128.7 млн). Столь значительные темпы роста выручки X5 в I квартале были во многом обеспечены и отличными результатами сопоставимых продаж – +29% в рублях, средний чек вырос на 23% – до \$11.5, количество покупателей увеличилось на 32% – до 176.6 млн. Кроме того, мощный рост выручки "подогревался" и хорошей динамикой открытия новых магазинов как в 2007 г. (249 магазинов, +40.2%), так и в I квартале 2008 г. (62 магазина). X5 прогнозировала, что по итогам 2007 г. откроет 140 тыс. кв. м, однако и эта цифра была преодолена: ритейлер открыл 143.1 тыс. кв. м. Такой прирост торговых площадей был достигнут за счет стратегических покупок X5 в 2007 г. сетей "Корзинка" и "Страна Геркулесия", которые в совокупности принесли X5 около 32,856 кв. м.

При существующих масштабах X5 (количество магазинов, география) показывать ежегодный прирост на 50% и больше – задача, которая под силу далеко не каждому ритейлеру. И даже более мелкие сети вынуждены замедляться в развитии, так как не могут позволить себе расти такими темпами. Однако X5 разрушает все тенденции и демонстрирует, что способна развиваться еще быстрее. Для сравнения: за 2007 г. Магнит нарастил выручку на 47%, Седьмой Континент – на 32%, Дикси – на 43.5%.

Динамика выручки X5 с разбивкой по форматам

	I квартал 2008 г., \$ млн	I квартал 2007 г., \$ млн	Изменение, %	2007 г., \$ млн	2006 г., \$ млн	Изменение, %
Гипермаркеты	128.7	76.7	68%	392.7	244.9	60%
Супермаркеты	638.6	407.5	57%	1,944.7	1,254.5	55%
"Мягкие" дискаунтеры	1,007.8	617.1	63%	2,946.8	1,961.0	50%
Итого	1,775.1	1,101.3	61%	5,284.3	3,460.4	53%

Источник: X5

Динамика сопоставимых продаж X5 (Like-for-like) в 2007 г.

	Всего LFL, %	Трафик, %	Средний чек, \$	Количество покупателей, млн
Гипермаркеты	17%	11%	16.2	27.7
Супермаркеты	22%	14%	12.1	182.9
"Мягкие" дискаунтеры	19%	6%	8.5	394.5
Итого	20%	9%	10.0	605.2

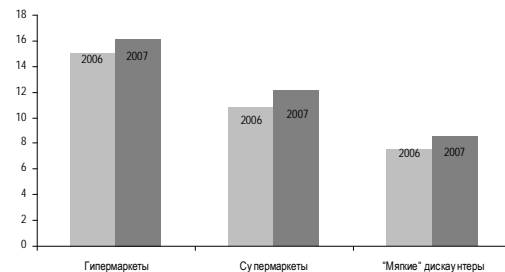
Источник: X5

Динамика сопоставимых продаж X5 (Like-for-like) в I квартале 2008 г.

	Всего LFL, %	Трафик, %	Средний чек, \$	Количество покупателей, млн
Гипермаркеты	29%	15%	18.3	8.1
Супермаркеты	34%	17%	14.0	52.2
"Мягкие" дискаунтеры	26%	6%	9.9	116.3
Итого	29%	10%	11.5	176.6

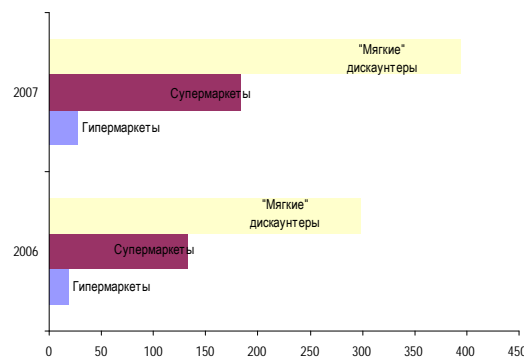
Источник: X5

Динамика среднего чека X5 по форматам, \$



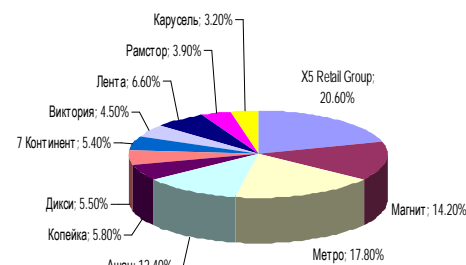
Источник: Bloomberg

Количество покупателей X5, млн



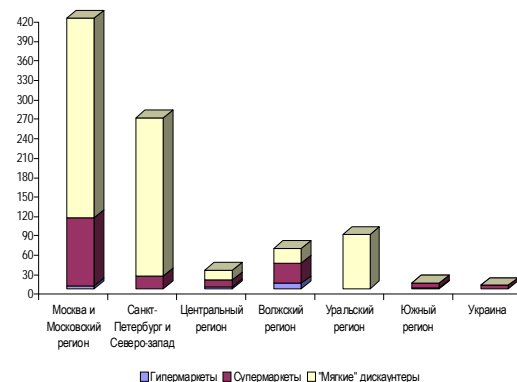
Источник: X5

Доля X5 среди топ-10 компаний розничной торговли



Источник: X5, Бизнес Аналитика

Экспансия X5, 2007 г.



Источник: X5, Бизнес Аналитика

X5: рост за счет стратегических покупок

В течение 2007 г. X5 провела ряд крупных сделок, которые стали хорошим подспорьем для развития и во многом обеспечили достигнутые компанией результаты за весь год.

– Покупка франчайзи в Челябинске

В самом начале 2007 г. X5 выкупила собственного франчайзи в Челябинске, прибавив к своему портфелю 40 "мягких" дискаунтеров и торговые площади в размере 13.8 тыс. кв. м. Эта сделка стала первым этапом в реализации стратегической программы X5 по выкупу наиболее успешных франчайзинговых магазинов. Практика показывает, что собственные магазины – это гораздо более выгодное вложение денег, так как минимизируются риски, и всю прибыль получает компания. С другой стороны, франчайзинг способствует более высоким темпам развития, однако с точки зрения стратегии X5 правильнее будет все же делать ставку на собственные магазины и выкупать оставшиеся успешные франчайзи, а неудачные либо закрывать, либо продавать. Тем более что доход от франчайзинговых магазинов X5 не консолидирует – она получает от них роялти и в отчетности относит их на статью "прочие расходы". По состоянию на 31 декабря 2007 г. у X5 было 868 собственных магазинов и 688 франчайзинговых. Мы полагаем, что в дальнейшем компания будет сокращать число франчайзинговых магазинов и увеличивать долю собственных – у X5 достаточно ресурсов, чтобы открывать свои магазины, которыми легче и эффективнее управлять.



Источник: X5

– Консолидация сети "Корзинка" (Липецк)

В декабре 2007 г. X5 консолидировала 100% липецкой торговой сети "Корзинка", прибавив себе 20 тыс. кв. м торговых площадей и 22 магазина. Новые приобретения органично вписались в портфель форматов X5: 15 из них были интегрированы в формат дискаунтеров, 6 – в формат супермаркетов, а 1 магазин был ребрендирован в гипермаркет X5. Покупка Корзинки за \$115 млн оказалось весьма выгодной для X5. Во-первых, цена сделки довольно небольшая: учитывая обороты сети (\$190 млн в 2007 г.), актив мог стоить дороже. По нашим расчетам, сделка прошла по коэффициенту "EV/Sales 2007" = 0.6, тем не менее, сеть можно было оценить хотя бы по среднему мультипликатору торгующихся компаний розничной торговли "EV/Sales" = 1, то есть на 65% дороже. Во-вторых, купив Корзинку, X5 стала лидером в Липецкой области. Липецк является одним из самых приоритетных регионов для развития ввиду высокого оборота розничной торговли (на 2006 г. оборот РТ составил \$2 млрд). X5 в Липецке работает с 2005 г. – соответственно, покупка обеспечила необходимый синергетический эффект с уже работающими там магазинами компании.



Источник: <http://xtalk.msk.su/rusmap/>

– Покупка 100% сети "Страна Геркулесия" (Москва, Тверь)

Также в декабре 2007 г. X5 совершила еще одну значимую сделку – купила сеть из 29 дискаунтеров "Страна Геркулесия", расположенных в московской и тверской областях. На наш взгляд, покупка Страны Геркулесии также стала ключевой покупкой для X5. Во-первых, эта торговая сеть находится в самой инвестиционно привлекательной части России для X5 – Европейской части. Во-вторых, большинство магазинов Страны Геркулесии находятся в собственности (примерно 11 тыс. кв. м), что является позитивным моментом для X5, которая планирует постепенно сокращать долю арендуемых магазинов. В-третьих, у торговой сети оптимальный формат – дискаунтер, который идеально впишется в структуру магазинов X5. В-четвертых, благодаря этой покупке X5 автоматически добавила 12,900 кв. м (+2.4%) к своим торговым площадям. Сумма в \$65 млн, за которую X5 купила сеть магазинов, на наш взгляд, весьма низкая. Если учесть, что за 2006 г. выручка Страны Геркулесии составила \$75 млн, а в 2007 г., по нашим расчетам, составит около \$85-\$90 млн (принимая во внимание формат магазинов и расположение, выручка может вырасти на 15-20%), то по среднему прогнозируемому мультипликатору "EV/Sales" на 2007 г. стоит сеть должна в районе \$100-\$110 млн. Однако с учетом того, что сеть практически не развивалась и у акционеров не было заинтересованности в ее дальнейшем развитии, X5 купила ее практически в 1.5 раза дешевле.

– Покупка 100% сети "Карусель" (Москва, Тверь)

Кроме органического развития, X5 для достижения лидерства на быстрорастущем рынке гипермаркетов проявляет активность и в сфере сделок M&A. Так, еще с 2005 г. у ритейлера существовал опцион на покупку торговой сети "Карусель". Карусель, по данным Бизнес Аналитики, является 4-м оператором в формате гипермаркетов в России (как по выручке, так и по торговым площадям) и объединяет 23 магазина, расположенных в Санкт-Петербурге, Северо-Западном регионе, Московском регионе, Нижнем Новгороде, Дзержинске, Волгограде и Ижевске. В течение 2-х лет X5 самостоятельно развивала гипермаркеты и оценивала рынок. В итоге, формат оказался востребованным, а темпы роста рынка – впечатляющими. X5 приняла решение реализовать опцион на покупку 100% Formata Holding B.V., владеющей сетью "Карусель". Сделка будет закрыта в начале июля 2008 г.

Поглощение 100% сети "Карусель" – стратегическая сделка, которая принесет не только колоссальный синергетический эффект, но и выведет X5 в лидеры на рынке гипермаркетов. Кроме того, магазины Карусели находятся в тех же регионах, что и магазины X5 – соответственно, проблемы с построением логистической инфраструктуры не будет. Магазины Карусели X5 намеревается ребрендировать в Меркадо-суперцентр.

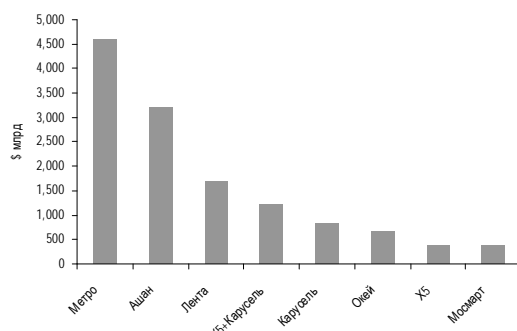
Поглощение Карусели обошлось X5 не так уж дорого: по окончании due dilligence 100% сети было определено в размере \$920-970 млн, в зависимости от оценки земельных участков и недвижимости. Тем не менее, учитывая результаты Карусели за 2007 г. и перспективы, которые теперь открываются перед X5, торговая сеть могла быть оценена выше: хотя бы по 1.2 "EV/Sales" – это средний мультипликатор, по которому торгуются российские розничные сети.

Основные финрезультаты Карусели, \$ млн

	2006 г.	2007 г.	Изменение, %
Выручка	360.6	831.1	130.5%
Валовая прибыль	85.5	206.7	141.8%
EBITDA	28.5	70.2	146.3%
EBIT	17.7	45.7	158.2%
Чистая прибыль	9.9	19.9	101.0%
Чистый долг	233	137.5	-40.9%
Валовая маржа	23.7%	24.9%	
Маржа по EBITDA	7.9%	8.4%	
Маржа по чистой прибыли	2.7%	2.39%	

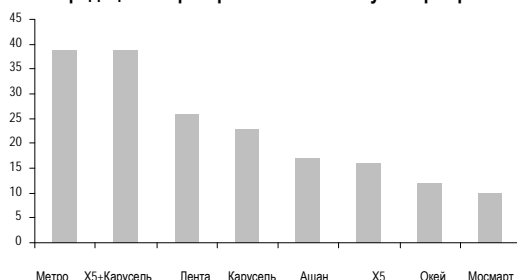
Источник: Карусель, X5 Retail Group

Градации операторов гипермаркетов по выручке в 2007 г.



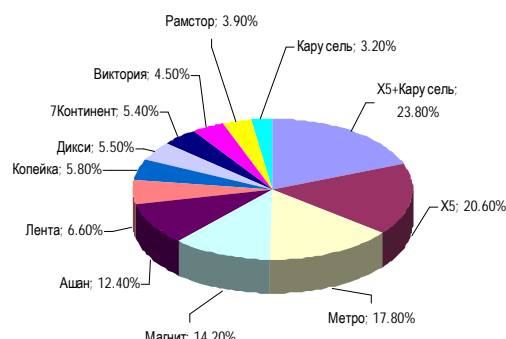
Источник: X5, Бизнес Аналитика

Градации операторов по количеству гипермаркетов



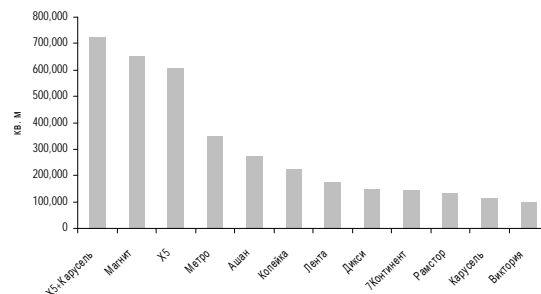
Источник: X5, Бизнес Аналитика

Топ-10 российских ритейлеров по доли рынка



Источник: X5, Бизнес Аналитика

Градации ритейлеров по объему чистых торговых площадей, 2007 г.



Источник: X5, Бизнес Аналитика

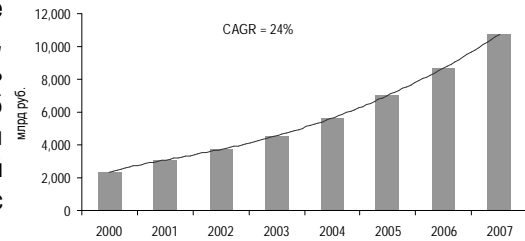
Благодаря интеграции Карусели в структуру X5, доля рынка X5 среди Топ-10 российских продуктовых ритейлеров составит 23.8%, что означает абсолютное лидерство на рынке розничной торговли. Кроме того, все магазины Карусели находятся в собственности, соответственно, это еще один плюс к реализации стратегии X5 – постепенно переходить от арендованных к собственным торговым площадям. Благодаря покупке Карусели, X5 добавит в свой портфель около 20% торговых площадей и 24 гипермаркета. Таким образом, по объему чистых торговых площадей X5 станет лидером на рынке розничной торговли, опередив краснодарский Магнит. По количеству гипермаркетов X5 сравняется с Метро, и мы ожидаем, что к концу 2008 г. обгонит его.

В итоге активная деятельность X5 в сфере M&A позволила компании стать лидером сразу в двух новых регионах (Урале и Центральном регионе РФ), а также усилить свои позиции на рынке розничной торговли в Москве и Московской области. Все новые магазины интегрированы в структуру X5, что подразумевает относительно быстрый переход на логистику ритейлера, смену закупочных условий и сокращение управленческих расходов. Мы полагаем, что уже во II-III кварталах 2008 г. можно будет наблюдать реальное отражение операционных результатов приобретенных магазинов в отчетности X5

Фактор роста X5 в 2008 г. – гипермаркеты

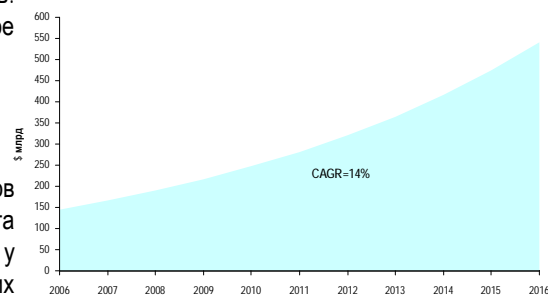
Розничная торговля в России является одним из наиболее перспективных сегментов потребительского сектора ввиду значительного вклада в ВВП и высоких темпов роста (CAGR 2000-2007 гг. оборота розничной торговли составляет 24%). Кроме того, у розничной торговли есть огромный потенциал для развития: на долю 5 крупнейших продовольственных сетей в России приходится 5-6% розничного оборота продовольственных товаров, тогда как в Европе этот показатель выше 50%. Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет (3-4 года) емкость и консолидация рынка позволят ведущим компаниям сохранить высокие темпы среднегодового роста. Официальный рынок розничной торговли в России в денежном выражении в 2007 г. составит \$166 млрд. По нашим расчетам, его CAGR составляет 14%, и к 2016 г. объем рынка достигнет \$541 млрд. Стратегия X5 как раз заключается в том, чтобы получить максимальную прибыль от этого быстроразвивающегося и перспективного рынка. И здесь основным фактором роста X5 выступают гипермаркеты. Это – наиболее востребованный формат на рынке за счет огромного ассортимента товаров по разным ценовым категориям. Кроме того, по прогнозам, гипермаркеты в ближайшие 5 лет будут лидировать по темпам роста среди всех форматов рынка розничной торговли. Ожидается, что CAGR 2006-2011 гг. гипермаркетов составит 39%¹.

Оборот розничной торговли 2000-2007 гг.



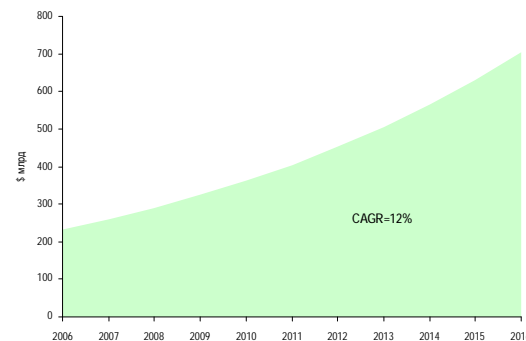
Источник: Росстат, расчеты ИФК "Алемар"

Официальный российский рынок розничной торговли, \$ млрд

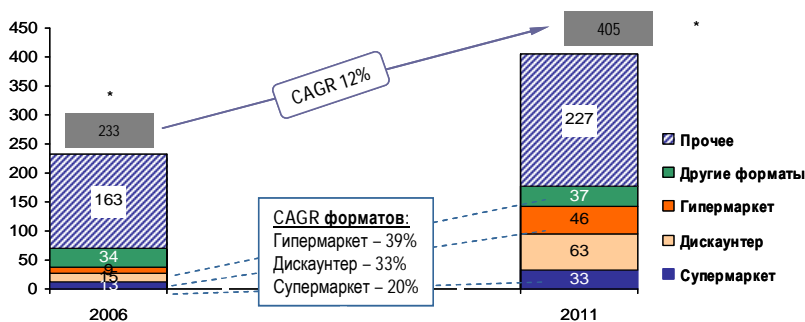


Источник: X5, Бизнес Аналитика, расчеты ИФК "Алемар"

Неофициальный российский рынок розничной торговли, \$ млрд



Источник: X5, Бизнес Аналитика, расчеты ИФК "Алемар"



* - Неофициальный российский рынок розничной торговли

Источник: X5 Retail Group

¹ Расчеты сделаны на основе данных о неофициальном объеме рынка розничной торговли, включая "серый" рынок

По нашим расчетам, в текущем году гипермаркеты будут генерировать более 15% выручки X5 и постепенно сместят дискаунтеры, которые сейчас обеспечивают более 50% оборота компании. По состоянию на 31 декабря 2007 г. у X5 было 14 компактных гипермаркетов и 1 большой гипермаркет. В 2008 г. X5 планирует открыть 8 гипермаркетов и увеличить торговую площадь на 140-160 тыс. кв. м. В целом в течение следующих 5-7 лет ритейлер планирует органически открыть более 70 гипермаркетов.

С нашей точки зрения, залогом высоких темпов роста X5 в текущем году станут именно гипермаркеты. К концу года все магазины сети "Карусель" перейдут под управление X5 и будут переименованы в Меркадо-суперцентр, и, скорее всего, их результаты будут консолидированы уже в декабре 2008 г., и мы увидим реальный синергетический эффект. По нашим прогнозам, в 2008 г. выручка X5 с учетом результатов Карусели составит \$8.063 млрд, EBITDA – \$726 млн, чистая прибыль – \$279 млн.

"Зеленый Перекресток" – шанс для X5 повысить рентабельность

X5 Retail Group принципиально выбрала стратегию мультиформатности: дискаунтер, супермаркет, гипермаркет. Однако трех форматов компании показалось мало, и в 2008 г. было принято решение выйти в premium сегмент и запустить на рынок четвертый формат: "Зеленый Перекресток". Это будут супермаркеты высокого класса, ориентированные на людей с доходом выше среднего. Первый такой супермаркет откроется в Ростове-на-Дону, затем в Москве, Краснодаре и Сочи. Зеленые Перекрестки будут открываться на месте некоторых старых Перекрестков после ребрендинга и на новых площадях. Средний чек в таких магазинах составит около \$24.

На наш взгляд, решение X5 Retail Group выйти в премиум-сегмент и представить рынку новую торговую марку "Зеленый Перекресток" можно оценить двояко. С одной стороны, премиум-сегмент является относительно новым на рынке и весьма ограниченным, конкуренция в этом сегменте невелика. Таким образом, X5 может: (1) диверсифицировать свой портфель форматов, (2) занять определенную нишу на рынке премиум-сегмента и составить достойную конкуренцию Азбуке Вкуса и Глобусу Гурмэ в Москве, (3) первой масштабно вывести на региональные рынки супермаркеты премиум-сегмента, так как там этот сегмент практически не представлен, (4) улучшить рентабельность, так как известно, что более дорогие товары являются и более рентабельными, нежели товары массового спроса. С другой стороны, выход в этот сегмент является довольно рискованным, так как: (1) круг потенциальных потребителей более ограничен, чем в других, более дешевых сегментах, (2) масштабы деятельности будут в разы меньше, соответственно, и выручка таких магазинов будет небольшой.

Что касается рентабельности, то, действительно, у X5 она невелика: в 2007 г. валовая рентабельность снизилась с 26.65% в 2006 г. до 26.39%, а чистая рентабельность – до 2.7% с 2.93% в 2006 г. Тем не менее, снижение показателей рентабельности X5 – это расплата за слишком высокие темпы роста выручки и захват доли на рынке.

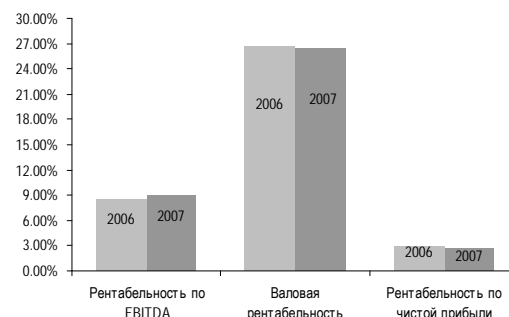
Если резюмировать все вышесказанное, то выход в премиум-сегмент может быть полезным для X5 в плане улучшения рентабельности и в плане диверсификации форматов. Проблем с занятием доли на этом рынке у компании не будет: во-первых, X5 является крупнейшим ритейлером, во-вторых, у компании достаточно денежных средств для развития. Кроме того, у X5 отлажена система выхода в регионы и логистика, соответственно, запустить новые премиум-супермаркеты не составит особого труда. Однако, на наш взгляд, X5 слишком торопится с выходом на этот рынок. Во-первых, компания сейчас сосредоточена на развитии гипермаркетов, которые должны стать основной точкой роста в текущем и следующих годах. Во-вторых, нам кажется, что в регионах пока не настолько велик спрос на премиальный сегмент. Вероятнее всего, решение X5 выйти в этот сегмент связано все-таки с желанием улучшить рентабельность и занять относительно пустую нишу на рынке. Тем не менее, как мы уже говорили выше, все шансы у X5 есть. По нашим прогнозам, с запуском Зеленого Перекрестка X5 сможет показать чистую рентабельность на уровне 3.4%; рентабельность валовой прибыли останется на уровне 2007 г. – 26.39%.

Структура выручки X5 по форматам, 2007



Источник: X5

Рентабельность X5



Источник: расчеты ИФК "Алемар"

Основной фактор риска X5 – слишком агрессивные темпы роста, подразумевающие увеличение потребностей в капитале

Для осуществления стратегии интенсивного органического роста и планов по дальнейшей экспансии X5 необходимы серьезные капитальные вложения. Соответственно, основной риск связан с тем, что операционный денежный поток, генерируемый X5 или привлечение денег на фондовых рынках (допэмиссия, SPO) не смогут в полном объеме профинансировать капвложения, запланированные компанией. В результате, ритейлер будет вынужден искать другие способы привлечения денежных средств и, соответственно, увеличивать долговую нагрузку. И даже займы через финансовые институты, которые ранее осуществлялись на относительно выгодных условиях для X5, могут в дальнейшем оказаться тяжело доступными в связи с волатильностью, царящей на мировых кредитных рынках. Если X5 не сможет в дальнейшем генерировать достаточный свободный денежный поток или привлечь необходимое количество средств, она будет вынуждена сократить или вообще приостановить свои планы по дальнейшей экспансии, что, безусловно, будет очень негативным фактором.

По нашим расчетам, рабочий капитал X5 в 2006 и 2007 гг. был положительным. В дальнейшей перспективе он также будет положительным, соответственно X5 будет в состоянии погашать свои краткосрочные задолженности. Что касается долговой нагрузки, то у X5 в 2007 г. она была на приемлемом уровне (3.49), и, по нашим расчетам, в дальнейшем она будет снижаться за счет увеличения EBITDA и оптимизации расходов компании. Кроме того, по условиям синдицированного кредитования, соотношение чистого долга к EBITDA у X5 не может превышать 4, соответственно, чтобы и в дальнейшем привлекать долгосрочные кредиты на развитие, X5 нужно будет более эффективно управлять бизнесом, обеспечивая достаточный рост EBITDA.

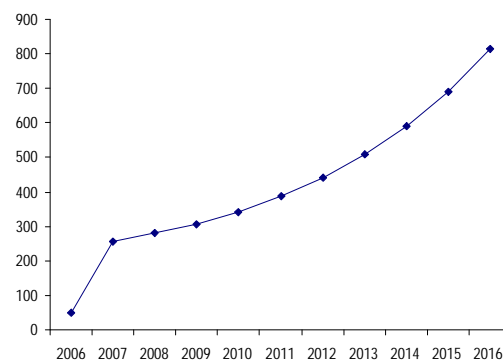
В 2007 г. капвложения X5 составили \$870 млн (вместо запланированных \$700 млн), которые были направлены на покупку земельных участков под гипермаркеты и строительство магазинов, которые откроются в 2008 г. Превышение прогноза по капвложениям было связано с падением курса доллара к рублю в течение 2007 г. и ростом цен на недвижимость. В 2008 г. инвестпрограмма X5 составит уже от \$1.2 до \$1.4 млрд. Кроме того, около \$150 млн еще будет потрачено на интеграцию магазинов сети "Карусель".

Покупка Карусели, будучи, с одной стороны, важной стратегической сделкой для X5 в плане захвата доли рынка гипермаркетов, с другой стороны, оборачивается еще одним фактором риска для компании, так как предусматривает значительные финансовые затраты. По оценке X5, на интеграцию и ребрендинг магазинов будет потрачено около \$150 млн. Помимо этого, Formata Holding, владеющая 100% Карусели, заключила контракт с девелоперскими структурами компании Donson B.V., контролируемой Андреем Рогачевым и Татьяной Франус (основателями Карусели). В результате, девелопер в 2009-2010 гг. должен будет построить 5 гипермаркетов в Ярославле, Волжском, Липецке, Раменском и Зеленограде. Стоимость услуг по этому соглашению оценивается в \$223 млн, что значительно превышает среднерыночную стоимость подобных работ. Formata и Donson также заключили рамочное соглашение, предусматривающее строительство 15 гипермаркетов до 2012 г. Тем не менее, согласно опциону, X5 должна выполнить обязательства Formata перед девелоперской компанией. Это, безусловно, может оказать негативное воздействие на финансовое состояние компании, так как в таком случае X5 понадобится значительно больше средств, чем было озвучено.

Высокие результаты X5 – повод для переоценки всего сектора розничной торговли

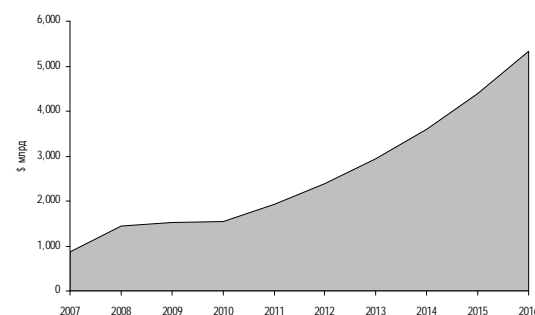
На наш взгляд, высокие результаты X5 Retail Group, особенно выделяющиеся на фоне прочих компаний розничной торговли в России, зададут новые ориентиры для переоценки всего российского ритейла. В первую очередь, это коснется основных конкурентов – Магнита и Седьмого Континента. Оба ритейлера также выбрали в качестве основного фактора роста формат гипермаркетов, делая ставку на развитие в регионах России.

Динамика рабочего капитала X5 2006-2016 гг.



Источник: расчеты ИФК "Алемар"

Динамика капзатрат X5 2007-2016 гг.

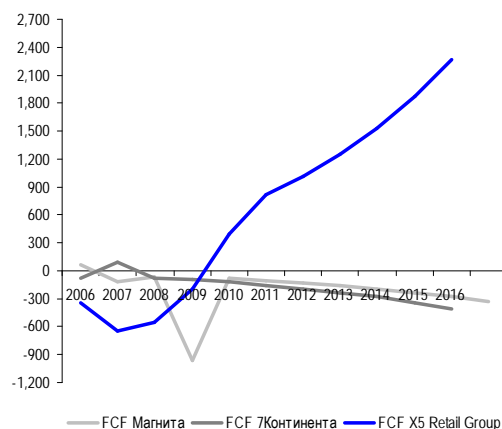


Источник: расчеты ИФК "Алемар"

Однако активные меры X5 по консолидации рынка розничной торговли как путем открытия новых гипермаркетов, так и путем покупок и поглощений наиболее успешных региональных сетей, практически не оставляют шанса другим компаниям на захват доли рынка. Во-первых, в отличие от конкурентов, X5 с 2010 г. будет в состоянии генерировать положительный свободный денежный поток, что, соответственно, будет повышать акционерную стоимость компании. Также благодаря положительному FCF X5 сможет и дальше активно развиваться, совершать необходимые сделки M&A и погашать задолженность. Есть мнение, что, если компания генерирует отрицательный FCF, это говорит о том, что она совершает крупные инвестиции. Действительно, до 2009 г. денежный поток у X5 будет отрицательным (сказываются возможные покупки и т.д.). Однако, по нашим расчетам, с 2010 г. X5 будет показывать стабильно положительный денежный поток, при этом мы закладываем, что среднегодовые темпы роста компании (CAGR) будут на уровне 24%. Во-вторых, за счет покупки сети Карусель X5 уже автоматически стала оператором номер 1 на рынке гипермаркетов (по количеству торговых площадей и доли рынка). Однако компания не намерена ограничиться этой покупкой. Мы предполагаем, что в 2008 г. X5 объявит о еще одной крупной сделке: не исключаем, что речь пойдет о сети гипермаркетов и супермаркетов "Лента" или о сети гипермаркетов "О'кей".

Помимо того, что высокая динамика развития X5 заставит конкурентов серьезно пересмотреть стратегии развития, дабы не остаться в стороне во время консолидации рынка розничной торговли, мы не исключаем, что столь заметный успех повлияет и на мировые розничные сети. Известно, что российский рынок розничной торговли обладает высоким уровнем инвестиционной привлекательности и занимает 2 место в рейтинге стран консалтингового агентства A. T. Kearney с рекомендацией для рыночных игроков "выходить на рынок немедленно". К российскому ритейлеру уже давно присматриваются такие гиганты, как Wal-Mart и Carrefour. Поэтому действительно высокие результаты X5 и невероятные темпы роста при существующих масштабах компании еще больше "подхлестнут" иностранные компании розничной торговли к выходу на российский рынок. Мы ожидаем, что до конца 2008 г. в России появится Wal-Mart. Кроме того, недавно стало известно, что на российский рынок "замахнулась" немецкая сеть жестких дискаунтеров Aldi. Скорее всего, в ближайшие 2-3 года мы увидим череду иностранных розничных компаний, пытающихся "урвать" кусок от столь лакомой российской розницы. Что касается рисков для наших розничных сетей, то, безусловно, они могут появиться. Во-первых, у иностранных компаний, особенно таких как Wal-Mart, есть огромный опыт в построении торговых сетей и их развитии, во-вторых, мировой бренд, который также может стать поводом для оттока покупателей из российских торговых сетей, и, в-третьих, сервис, который в Европе является нормой, а в России только зарождается. С другой стороны, работа на российском рынке, пусть и столь динамично растущем, для иностранных компаний сопряжена с бюрократическими проволочками, необходимостью "налаживания" контактов с поставщиками и построения логистической инфраструктуры с "нуля". И здесь, конечно, обоюдовыгодным решением будет создание СП с российскими розничными сетями. Что касается X5, то для нее СП с каким-нибудь мировым гигантом – это очень выгодное решение, так как вместо конкуренции ритейлер сохранит свою долю на рынке, получит дополнительный приток покупателей и воспользуется опытом западной компании. Такой вариант является исключительно положительным и стратегически верным для X5.

Динамика FCF российских ритейлеров 2006-2016 гг.



Источник: расчеты ИФК "Алемар"

Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсон

Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Знатнова
Энергетика Старший аналитик	Василий Конузин Виталий Домнич
Телекоммуникации Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение/ Металлургия Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия Старший аналитик	Виталий Домнич
Потребсектор Аналитик	Екатерина Стручкова
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов Редактор	Мила Маслова

Контактная информация

Телефон	7 (495) 411 66 55
Факс	7 (495) 733 96 82
Интернет	http://www.alemar.ru
Аналитическое управление	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1731)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдера	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1787)
E-mail	derivatives@alemar.ru
Офис в Новосибирске	
Телефон	(383) 227 65 66
Факс	(383) 227 65 66
Офис в Красноярске	
Телефон	(391) 266 14 68
Факс	(391) 266 14 68

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»
04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,
04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,
04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,
04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,

ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655
Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3
E-mail: research@alemar.ru
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

© 2003-2008 ИФК «Алемар». Все права защищены.

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. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».