



X5 GROUP – В ХОРОШЕЙ ФОРМЕ ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА Р1 249,8, ПОКУПАТЬ

Резюме

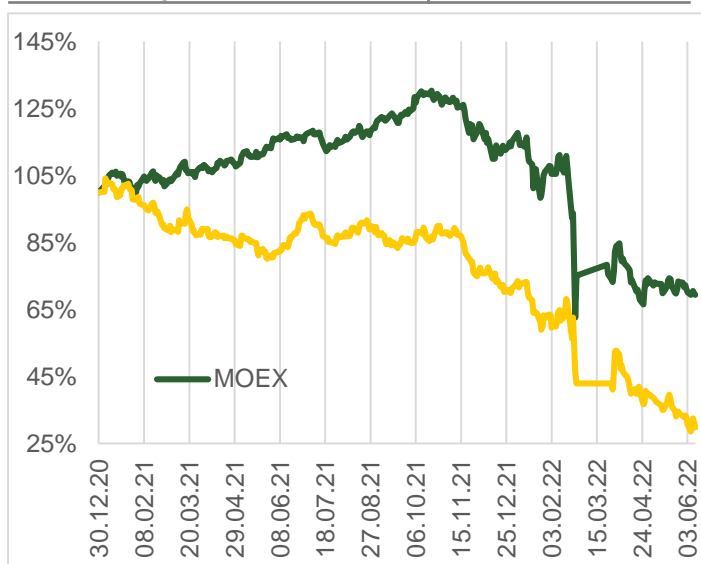
- **X5 Group** – лидер российского продуктового ритейла по выручке и доле рынка;
- Высокая плотность продаж за счет выгодной географической концентрации;
- Лидер в продуктовой e-commerce, хороший старт в сегменте дискаунтеров.

X5 Group — лидер российского сетевого ритейла с наибольшей выручкой и долей рынка в 13% на конец 2021 года. Компания управляет магазинами «у дома» «Пятёрочка», супермаркетами «Перекрёсток», гипермаркетами «Карусель» и дискаунтерами «Чижик». В сегменте e-commerce (бренды Vprok.ru Перекресток, 5Post и «Много Лосося») компания является лидером по товарообороту среди других компаний продуктовой розницы. По состоянию на конец 1K22 розничная сеть насчитывала 18 320 магазинов «Пятёрочка», 983 супермаркетов «Перекресток», 89 дискаунтеров «Чижик» и 28 гипермаркетов «Карусель». Всего 19 479 торговых точек.

Планы развития отозваны и будут изменены. По итогам 1K22 количество магазинов X5 Group продолжило увеличиваться в соответствии с принятой ранее стратегией – прирост составил 358 магазинов, главным образом за счет 348 новых магазинов «Пятёрочка» и 17 точек «Чижик». Сеть «Перекрёсток» сократилась на 7 магазинов, «Карусель» - на 5 ед. Общая торговая площадь выросла на 119 тыс. кв. м., достигнув 8 528 тыс. м2. Отозвав в апреле свои планы по развитию сети, компания пока не представила обновленной стратегии, поэтому в рамках оценки мы сохраняем прежний объем CAPEX с поправкой на инфляционную переоценку (20-25%). Ожидаем, что усиления ритейлера будут направлены на повышение операционной эффективности магазинов сети и первым сигналом в эту сторону стало заявление X5 о возможном реформировании или продаже сети гипермаркетов «Карусель».

Высокие операционные результаты. Последние 3 квартала LFL-показатели X5 Group активно восстанавливались после провалов пандемийного периода. Проинфляционный спрос в конце 1K22 способствовал дальнейшему росту продаж с 8,99% до 11,74%, трафика – с 1,55% до 3,68%, среднего чека – с 7,33% до 7,78%, в том числе, за счет спроса на товары длительного пользования.

Эмитент	X5 Group
Тикер	FIVE
Цена, руб.	818,0
Мин. цена за год	735,0
Макс.цена за год	2 590,0
Капитализация, млрд руб.	242,3
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес. руб.	1 249,8
Потенциал роста	52,8%



Финансовые и оценочные показатели	2020	2021	2022F	2023F
Выручка, млрд руб.	1 978	2 205	2 540	2 926
Валовая прибыль	495	561	651	756
Рентабельность, %	25,0%	25,5%	25,6%	25,8%
ЕБИТДА, млрд руб.	245	271	305	354
Рентабельность, %	12,4%	12,3%	12,0%	12,1%
Чистая прибыль, млн руб.	28,34	42,74	45,73	63,49
Рентабельность, %	1,4%	1,9%	1,8%	2,2%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,1	3,2	2,7	2,6
FCF	74	135	182	189
EV/ЕБИТДА	6,2	4,9	3,5	3,3
EPS	104	157	168	234
P/E	26,3	12,5	5,3	3,8

Источник: данные компании, МосБиржи, расчеты РСХБ





Наиболее сильный рост показали магазины «Пятерочка», прирост LFL-продаж в которых с 4К21 по 1К22 усилился с 9,82% до 12,64%, трафик – с 1,7% до 4,17%, средний чек – с 7,96% до 8,13%. Сильные позиции у компании в Москве и Санкт-Петербурге позволяют X5 обеспечивать более высокую плотность продаж и прибыльность, генерируя высокие денежные потоки.

Квартальная выручка X5 за 1К22 составила 604 млрд руб. (-0,5% кв/кв; +19,1% г/г), валовая прибыль выросла до 148,4 млрд руб. (+0,7% кв/кв; +16,3%г/г), при этом операционные расходы остались в пределах исторических значений – не превысили 21% от выручки. Рентабельность EBITDA год к году не изменилась – 12,1%. Рост импорта на фоне ослабления рубля привел к убытку по курсовым разницам в 2,3 млрд руб. и сократил чистую прибыль 1К22 до 5 млрд руб. Во 2К22 обратный эффект по курсовым разницам восстановит прибыль компании. **В годовом выражении** выручка за 1К22 LTM достигла 2,3 трлн руб., EBITDA составила 279 млрд руб. при рентабельности в 12% (-0,1% к 2021). Чистая прибыль снизилась до 32 с 42,7 млрд руб. на конец 2021 года. С поправкой на динамику потребительской инфляции по сравнению с прошлым годом, мы полагаем, что качественный операционный профиль компании будет поддерживать в 2022-2023 гг. среднегодовые темпы прироста продаж X5 составят 17-22,5%, а рентабельность EBITDA будет стремиться к 12% (7% по IAS17).

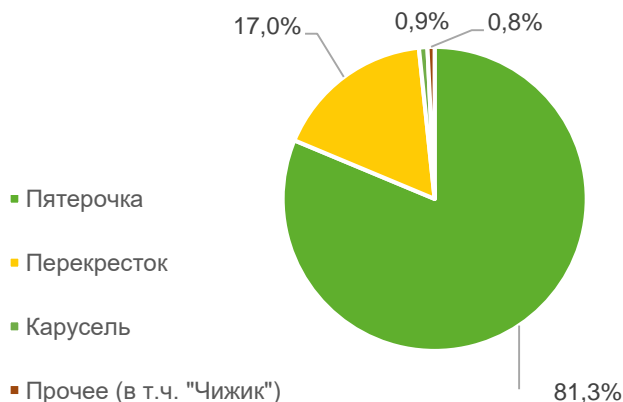
В фокусе X5 Group: e-commerce и перспективные дискаунтеры. Среди прочих продуктовых ритейлеров компания является лидером онлайн-сегмента – в 2021 году товарооборот (GMV) составил около 56 млрд руб., в 1К22 – почти 22 млрд руб. (1К21 - 12,2 млрд руб.). Наиболее сильные позиции онлайн-продаж в Московском регионе. Полагаем, что органический рост сегмента будет затруднен для X5 ввиду масштаба российского e-commerce и лидирующей роли компании в нем.

Ритейлеру придется диверсифицировать форматы онлайн-продаж помимо существующих сервисов «5Post», «Vprok.ru Перекресток», «Много Лосося» и экспресс-доставки. В 1К22 онлайн-продажи составили 3,1% от всей выручки ритейлера (18,8 млрд руб.).

Сеть жестких дискаунтеров «Чижик» выросла к 1К22 до 5 тыс кв. м. Средний чек за год вырос до 702,5 руб. (+47%), а чистые продажи в 1К22 составили 4 млрд руб. (0,7% всей розничной выручки). Мы ожидаем кратного роста вклада сети в общий результат X5 в ближайшие 2 года.

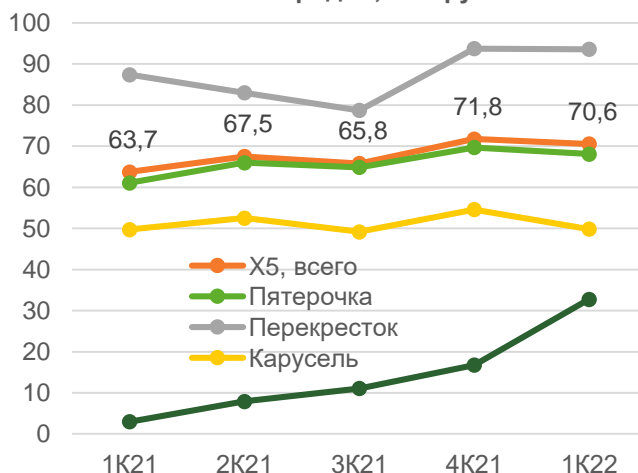
Долг и кредитные метрики адекватны. Совокупный кредитный долг компании вырос за 1К22 до 333,4 млрд руб. (+13,3% с начала года), при этом на короткий долг приходится почти 35% (115,5 млрд руб.).

Распределение выручки Группы магазинов по форматам



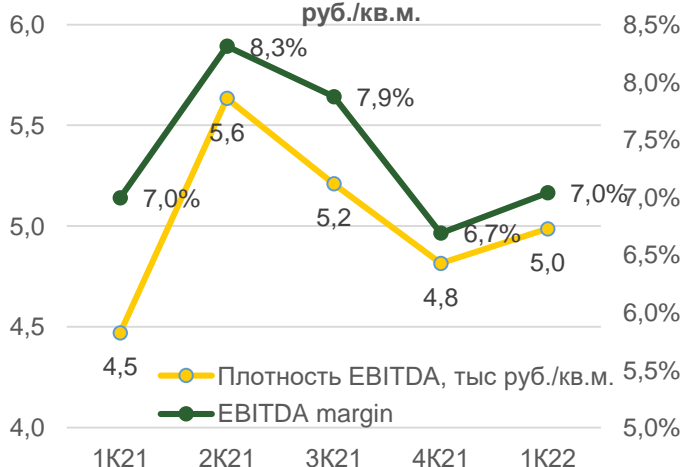
Источник: данные компании

Плотность продаж, тыс руб./кв.м.



Источник: данные компании

EBITDA margin и плотность EBITDA, тыс руб./кв.м.



Источник: данные компании

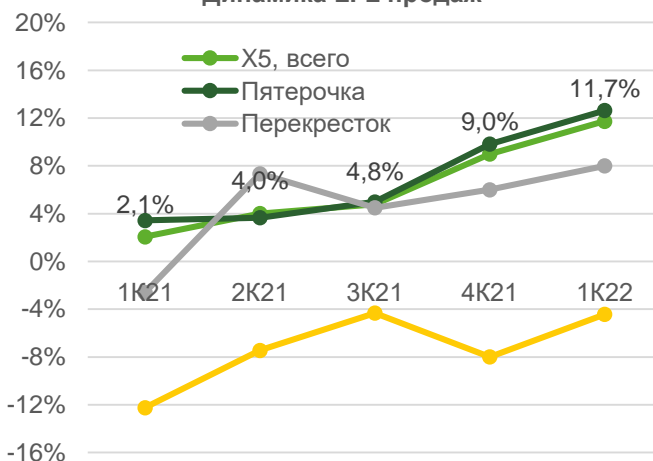
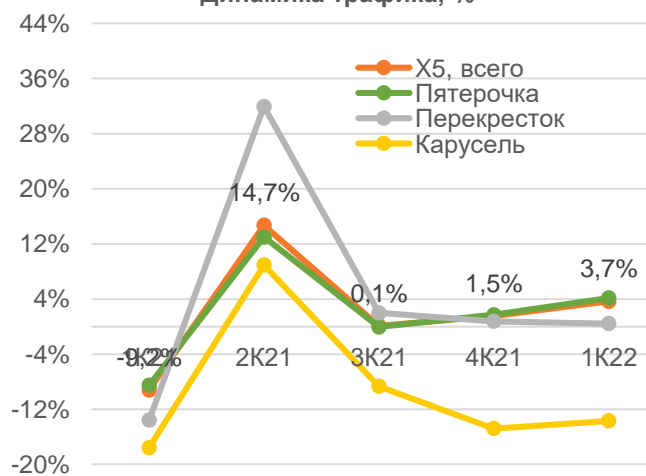
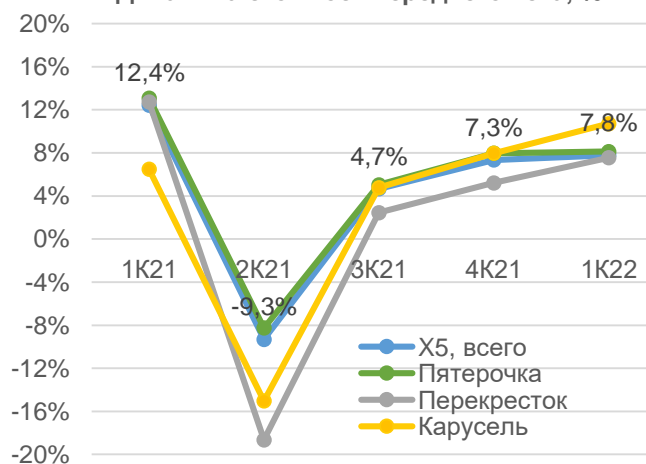
Чистый долг/ЕБИТДА находится на уровне 1,7х, а с учетом лизинговых и арендных обязательств – 3,1х. График погашения долга комфортен. Объем денежных средств составляет 53 млрд руб. и покрывает 35% краткосрочных обязательств. Объем неиспользованных кредитных линий достигает 435 млрд руб. Консервативно оценивая капитальные расходы компании, мы допускаем, что долговая нагрузка X5 может снизиться до 1,5х.

Дивиденды «отозваны» в рамках сложившейся практики. Компания традиционно выплачивала дивиденды 2 раза в год. По итогам 9М21 были произведены промежуточные выплаты в размере 73,65 руб. на акцию. По судьбе финальных дивидендов за прошедший год набсовет компании не был оригинален и в связи с необходимостью «перенаправить финансовые ресурсы на поддержку покупателей и поставщиков» весной 2022 года не рекомендовал X5 осуществлять их выплату. Все планы развития на текущий год были также отозваны для целей пересмотра объема CAPEX. Мы сохраняем оптимистический взгляд и надеемся, что со стабилизацией конъюнктуры в этом году компания сможет вернуться к прежней практике, выплатив финальные дивиденды в начале 2023 года. Ретроспективно X5 Group показывал дивидендную доходность в 5-7%.

Наша оценка. Наличие иностранной «прописки» X5 Group в текущих условиях, вероятно, заслуживают некоторого дисконта и уже в «цене» депозитарных расписок компании. Гипотетически ритейлер, по примеру некоторых компаний, может осуществить редомициляцию в РФ, где сконцентрирована вся его операционная деятельность, минимизировав риски для российских акционеров, но пока таких предпосылок нет.

Проинфляционный рост цен на продукты питания дополнительно «подстегнет» рост выручки и доходов X5 в 2022 году. В своих оценках мы ждем ее роста до 2,5 трлн руб. (+15,2% г/г) к концу года, а показатели рентабельности будут несколько выше уровня 1К22 года. Композитные мультипликаторы российских FMCG-ритейлеров с начала года снизились – P/E с 25,3х до 14,0х, EV/ЕБИТДА – с 3,6х до 3,0х. Сейчас расписки X5 Group оцениваются по мультипликаторам на уровне 5,6х (P/E) и 3,6х (EV/ЕБИТДА) при этом оценка главного конкурента, Магнита, - 7,8х (P/E) и 4,7х (EV/ЕБИТДА).

Расчетная целевая цена депозитарных расписок X5 Group на горизонте 12 месяцев составляет, по нашей оценке, 1 249,8 руб., что предполагает потенциал роста на 52,8% от текущего уровня.

Динамика LFL продаж

Динамика трафика, %

Динамика стоимости среднего чека, %




НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ

Ограничение ответственности

АО «Россельхозбанк» Генеральная лицензия на осуществление банковских операций № 3349 (выдана Банком России 12.08.2015)

Лицензия на осуществление брокерской деятельности (выдана Федеральной службой по финансовым рынкам от 19.05.2005 №077-08455-100000)

Представленные в настоящем документе сведения носят исключительно информационный характер, оценки и мнения выражены с учетом ситуации на дату публикации документа. Настоящий документ не является предложением по покупке либо продаже финансовых инструментов и не должен рассматриваться как рекомендация к действиям.

Представленная информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Представленная информация, мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные. Однако за достоверность предоставленной информации АО «Россельхозбанк» ответственности не несет. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, если прямо не указано иное, представлены АО «Россельхозбанк» на соответствующую дату. Банк оставляет за собой право по своему усмотрению без предварительного уведомления клиентов изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном документе. Клиентам не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению собственного анализа. Банк, его аффилированные лица и сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования представленной в настоящем документе информации, а также за ее достоверность. Банк не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и клиент может в конечном счете не получить первоначально инвестированную сумму. АО «Россельхозбанк» не несет ответственности перед клиентом за финансовые потери, являющиеся результатом изменения рыночных котировок, изменения курса валют, дефолта эмитента ценных бумаг и иных рыночных факторов.

АО «Россельхозбанк» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций в рамках Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в документе, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам клиента, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей клиента.

Банк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения

Средства, инвестированные в рамках заключенных с Банком соглашений об оказании брокерских услуг и/или соглашений об оказании брокерских услуг с использованием индивидуального инвестиционного счета, не застрахованы в соответствии с Федеральным законом «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» от 23.12.2003 № 177-ФЗ.

Клиент должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках. Все основные риски описаны в Приложениях 12.1 -12.4 к Регламенту оказания брокерских услуг АО «Россельхозбанк» № 15-Р, с которыми можно ознакомиться на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru в разделе «Брокерское обслуживание». До совершения сделок с финансовыми инструментами клиентам следует ознакомиться с указанными документами, описывающими основные риски при инвестициях на финансовом рынке.

Всю информацию об условиях предоставления продуктов и услуг Банка, а также о тарифах клиент может получить на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru, а также в офисах Банка.

Настоящим АО «Россельхозбанк» информирует о возможном наличии конфликта интересов при предложении упомянутых в документе продуктов, услуг, финансовых инструментов, который может возникнуть ввиду совмещения Банком различных видов профессиональной деятельности на финансовых рынках, а также тем, что Банк является эмитентом ценных бумаг. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк руководствуется интересами своих клиентов.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Россельхозбанк». Данная информация не может воспроизводиться, передаваться и распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Россельхозбанк».

Адрес электронной почты: invest@rshb.ru Отдел брокерского обслуживания

©2021 АО «Россельхозбанк». Все права защищены.