



Российские акции / Продуктовая розница

## X5 Group История роста

BUY

| X5 Group                      | FIVE-гдр   |
|-------------------------------|------------|
| Рекомендация                  | ПОКУПАТЬ   |
| Риск                          | УМЕРЕННЫЙ  |
| Торговая площадка             | МОЕХ       |
| Целевая цена                  | ₽3 100     |
| Цена сделки                   | ₽2 338     |
| Потенциал роста               | 32.7%      |
| Инвестиционный горизонт       | 12 месяцев |
| Рекомендуемая доля в портфеле | 10%        |
| Капитализация                 | ₽629 млрд  |
| Среднедневной оборот          | ₽100 млн   |

### Динамика котировок



### Основные финансовые показатели

| Отчетный год                          | 2022  | 2023П | 2024П |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Финансовые показатели</b>          |       |       |       |
| Выручка, ₽ млрд                       | 2 605 | 3 156 | 3 412 |
| Выручка, г/г                          | 18,2% | 21,1% | 8,1%  |
| EBITDA скорр, ₽ млрд                  | 305   | 315   | 359   |
| EBITDA, г/г                           | 15,2% | 3,2%  | 14,0% |
| Чистая прибыль, ₽ млрд                | 56    | 64    | 67    |
| Чистая прибыль, г/г                   | 23,4% | 14,7% | 5,3%  |
| <b>Коэффициенты и мультипликаторы</b> |       |       |       |
| Рентабельность EBITDA                 | 11,7% | 10,0% | 10,5% |
| Чистый долг / EBITDA                  | 2,4x  | 2,0x  | 1,6x  |
| P/E                                   | 10,5x | 9,8x  | 9,3x  |
| EV/EBITDA                             | 3,9x  | 4,3x  | 3,8x  |
| <b>Дивиденды</b>                      |       |       |       |
| Дивиденд на акцию, ₽                  | 0     | 235 ₽ | 250 ₽ |
| Див. доходность                       | 0%    | 10%   | 11%   |

Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

- X5 Group является крупнейшим продуктовым ритейлером в РФ. Основными форматами являются сеть магазинов «у дома» под брендом «Пятёрочка», супермаркеты «Перекрёсток» и новый проект «жестких дискаунтеров» «Чижик», запущенный в 2020 году. Вдобавок X5 активно развивает цифровой бизнес, входя в топ-3 в сегменте e-grocery в России.
- Бизнес продуктового ритейла исторически демонстрирует высокую устойчивость к различным кризисным явлениям в экономике. Это связано, в первую очередь, с низкой эластичностью спроса на товары повседневного пользования. По той же самой причине розничные ритейлеры способны довольно эффективно переключать инфляционные издержки на плечи рядовых потребителей
- Российский продуктовый рынок сильно эволюционировал за последние годы, однако при этом всё равно сохраняет потенциал для дальнейшего роста. При этом крупнейшие игроки здесь способны демонстрировать здесь опережающую динамику как благодаря сделкам M&A, так и за счёт активного развития онлайн-канала продаж.
- С учетом солидного фундаментального базиса бизнеса (продолжающееся развитие сети магазинов, устойчивая генерация свободного денежного потока, умеренная долговая нагрузка) X5 Group имеет потенциал направлять большую часть FCF на выплаты акционерам. Наша оценка предполагает возможность выплаты дивидендов в размере порядка 235 рублей на акцию за 2023 год без учета нераспределенного дивиденда за 2П 2021 г. и 2022 год.
- По результатам пересмотра нашей оценки акционерного капитала X5 Group через мультипликатор EV/EBITDA, мы повышаем целевую цену одной акции компании до уровня 3100 руб. Это подразумевает потенциал роста к текущим котировкам на уровне 31%, а потому мы сохраняем по бумагам рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

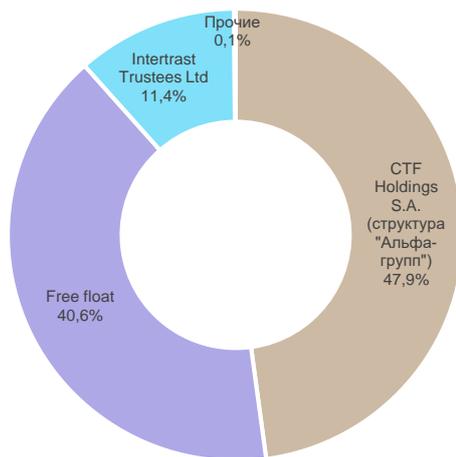
### О компании

История X5 Group, являющейся на сегодняшний день крупнейшим продуктовым ритейлером в РФ, насчитывает более четверти века. Первый «Перекрёсток» был открыт в 1995 году, первая «Пятёрочка» — в 1999 году. Ну, а на 30 июня 2023 года под управлением компании находилось 22,68 тыс. магазинов при совокупной доле на рынке продуктовой розницы РФ в 13,2%.

Основным форматом, который развивает X5, являются магазины «у дома», представленные сетью «Пятёрочка» (см. диаграмму 6). Вторым по размеру выручки являются супермаркеты под маркой «Перекрёсток». С 2020 года у компании появился формат жестких дискаунтеров, представляемый сетью магазинов «Чижик». Помимо этого, X5 активно развивается цифровой бизнес, который включает онлайн-гипермаркет Vprok.ru, сервис готовой еды «Много Лосося», 5Post и экспресс-доставку. По оценке INFOLine X5 входит в ТОП-3 в сегменте e-grocery в России.

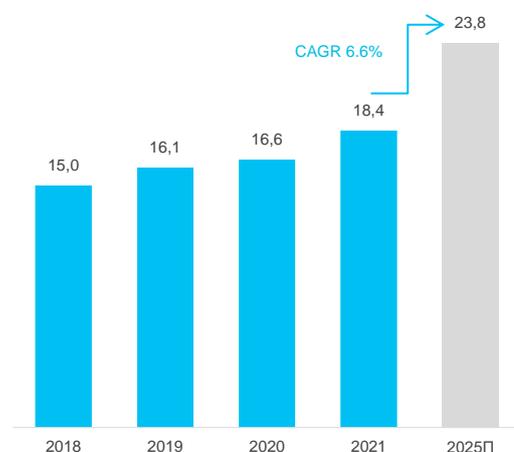
Головная структура группы — X5 Retail Group N.V. — зарегистрирована в

Диаграмма 1. Структура акционеров X5 Group



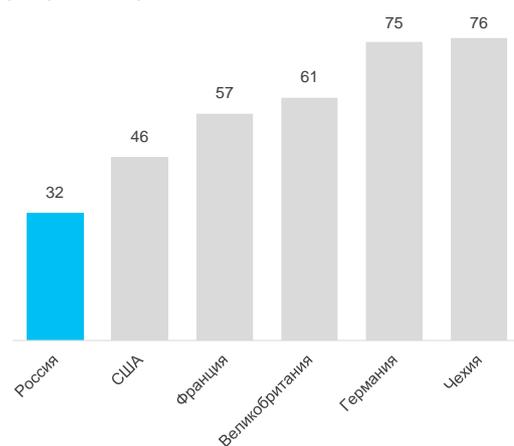
Источники: данные компании

Диаграмма 2. Оборот продуктового ритейла в РФ (трлн руб.)



Источники: данные компании

Диаграмма 3. Доля рынка ТОП-5 игроков в продуктовом ритейле



Источники: расчёты Открытие Research

Нидерландах. Глобальные депозитарные расписки (GDR) компании листингованы на Лондонской фондовой бирже с 2005 г. (сейчас торги там приостановлены), а с 2018 г. торгуются и на Московской бирже.

Крупнейшим акционером компании является CTF Holdings S.A. (структура «Альфа-Групп») — с долей 47,86%, ещё 11,43% принадлежит Intertrust Trustee Ltd. Почти все остальные бумаги X5 Group находятся в свободном обращении (см. диаграмму 1).

### Финансовые и операционные результаты

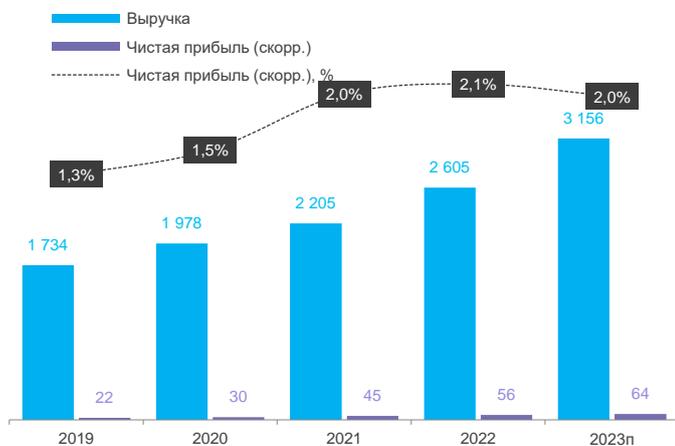
В текущий момент бизнес X5 Retail Group демонстрирует впечатляющую динамику для крупной компании в зрелой фазе развития. Во II квартале 2023 г. выручка X5 выросла на 19,2% г/г до 772 млрд руб., за счет роста LFL-трафика на 7,8% г/г и среднего чека на 1,1% г/г, а также увеличения торговых площадей на 10,4% до 9,5 млн кв м. За I полугодие 2023 года компания открыла 1 359 новых магазинов, развиваясь с опережением собственного плана. При этом X5 удачно позиционирована в условиях смещения спроса населения (режим экономии в условиях сокращения реальных доходов) в более дешевые торговые марки (рост трафика компенсирует замедление среднего чека), что может транслироваться в более высокую LFL-динамику по итогам 2023 года. Немаловажную роль в данном процессе играет своевременный запуск и активное развитие сети жестких дискаунтеров «Чижик», которая, впрочем, пока имеет незначительный вес в структуре выручки группы. При этом нельзя исключать постепенного давления на консолидированную операционную маржу по мере развития сети жестких дискаунтеров, однако, мы полагаем, что негативный эффект здесь будет незначительным. По нашим оценкам, сильная динамика LFL-трафика при продолжающемся открытии новых магазинов позволит компании нарастить выручку и EBITDA в 2023 году на 21% и 3% соответственно. При этом, поскольку совокупный долг X5 на конец II квартала 2023 года составлял 229 млрд руб. (без учета арендных обязательств), отношение чистого долга к EBITDA за 12 месяцев по МСФО 17 составляет весьма комфортные 1,1x, что в конечном итоге позволит компании вернуться к щедрому распределению свободных денежных потоков акционерам в том или ином виде.

### Инвестиционные тезисы

- Потенциал роста бизнеса в защитном секторе экономики.** Бизнес продуктового ритейла в целом и X5 Group в частности исторически демонстрирует высокую устойчивость к различным кризисным явлениям в экономике. Это связано, в первую очередь, с низкой эластичностью спроса на товары повседневного пользования. По той же самой причине розничные ритейлеры способны довольно эффективно переключать инфляционные издержки на плечи рядовых потребителей. В то же время, несмотря на активные процессы консолидации, наблюдавшиеся на российском рынке продуктовой розницы в последние годы, он по-прежнему остаётся в высокой степени сегментированным (см. диаграмму 3). Для крупных игроков, таких как X5, это создает возможность добиться ещё более высоких темпов роста за счёт M&A сделок. Напомним, что в конце прошлого года компания анонсировала покупку двух крупных сибирских ритейлеров — «Красного Яра» и «Слаты». Плюс дополнительное ускорение способно придать и развитие онлайн-продаж, где X5 уже сегодня является одним из лидеров в сегменте e-grocery. В результате сама компания, по словам её главного исполнительного директора Игоря Шехтермана, в обозримой перспективе способна наращивать выручку темпами 20% ежегодно.
- Значительный дивидендный потенциал.** X5 Group основывает размер выплачиваемых дивидендов исходя из величины операционного денежного потока и целевом уровне чистый долг/EBITDA на уровне ниже 2,0x, а также таких факторов, как рост выручки, потребность в капитале и ROE. Поскольку материнская компания X5 зарегистрирована в Нидерландах, то в условиях санкционных ограничений она не имеет технической возможности для выплаты дивидендов (последний раз X5 платила по итогам I полугодия 2021 года). Тем не менее, июле 2023 г. в трех чтениях были приняты два законопроекта, упрощающие редомициляцию российских компаний из недружественной юрисдикции в контур РФ с последующей возможностью восстановления всех акционерных прав.

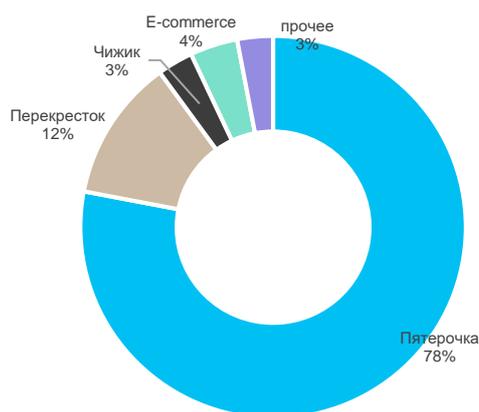
Восстановление выплат дивидендов после устранения имеющихся технических и регуляторных проблем может стать существенным драйвером для бумаг X5 в обозримой перспективе. При этом, учитывая максимально устойчивое финансовое положение компании, на выплаты акционерам может быть направлена большая часть свободного денежного потока (см. диаграмму 5).

Диаграмма 4. Основные финансовые показатели X5 Group, млрд руб.



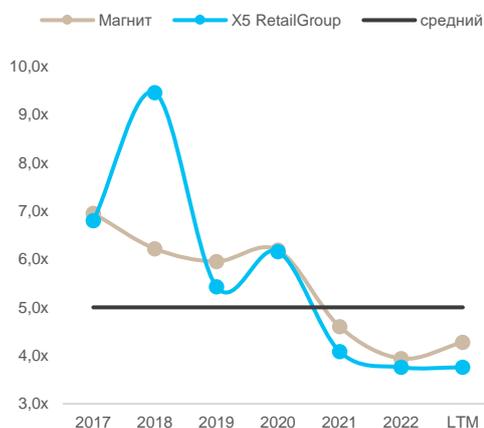
Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 6. Структура выручки X5 Group (1п 2023 г)



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 8. Динамика мультипликатора EV/EBITDA X5 Group и «Магнита»



Источники: расчёты Открытие Research

Диаграмма 5. Динамика дивидендных выплат и теоретический дивидендный потенциал

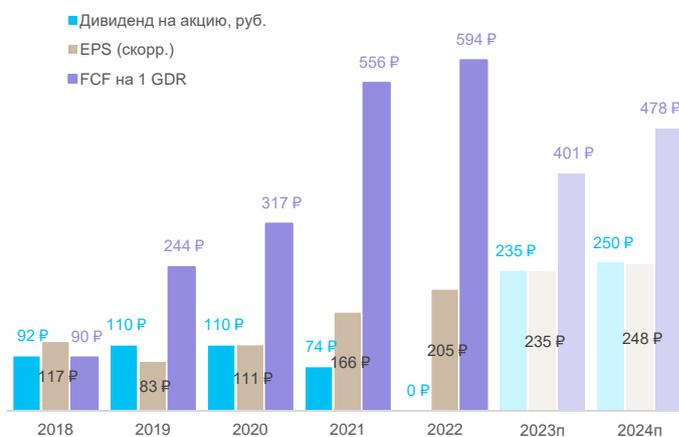
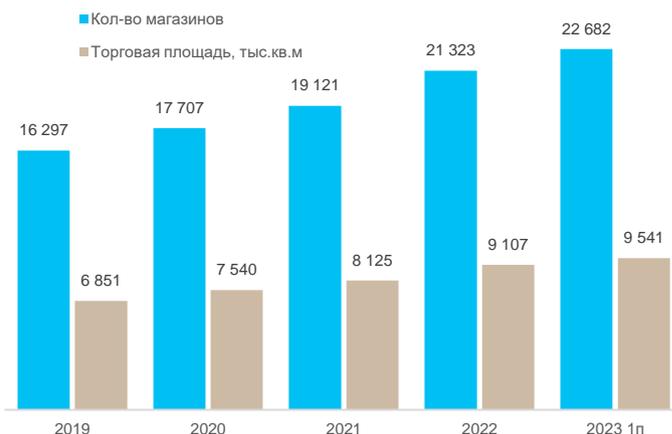


Диаграмма 7. Количество магазинов и торговая площадь X5



### Оценка стоимости

Бумаги X5 больше года торговались с существенным дисконтом (см. диаграмму 8) к аналогам и историческим метрикам из-за иностранной регистрации головной структуры и отсутствия возможности платить дивиденды. Тем не менее, на наш взгляд, для оценки стоимости X5 Group в преддверии редомициляции логично ориентироваться на нормализованный средний исторический мультипликатор EV/EBITDA = 5,0x (см расчёты в таблице ниже). При этом мы прогнозируем форвардное значение EBITDA за 2023 г. на уровне 315 млрд руб., а также корректируем текущий чистый долг на сумму обязательств по аренде.

#### Оценка по мультипликатору

|                          |                  |
|--------------------------|------------------|
| EBITDA'23                | 314 813          |
| мультипликатор           | 5,0x             |
| EV, млрд руб             | <b>1 574 065</b> |
| [−] чистый долг + аренда | -732 370         |
| Стоимость капитала       | <b>841 695</b>   |
| кол-во GDR               | 272              |
| на одну акцию            | <b>3 100 P</b>   |

В рамках указанных параметров справедливая стоимость одной расписки X5 Group получается равной 3100 рублей, что подразумевает потенциал роста в размере 32,7% к текущим котировкам и соответствует

рекомендации ПОКУПАТЬ.

#### Риски

- Усугубление геополитических рисков и затягивание сроков проведения СВО в перспективе может оказать негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом и акции X5 Group в частности.
- Снижение платёжеспособного спроса на фоне затяжной рецессии и следующими за ней ростом безработицы и сокращением реальных доходов граждан в условиях высокой конкуренции может негативно сказаться на темпах роста финансовых показателей X5.
- Возможные сложности с редомициляцией и, как следствие, сдвиг вправо сроков восстановления дивидендных выплат.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>  
Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Otkritie © 2023

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования