



## X5 Retail Group N.V.

После выхода операционных данных X5 за 2 квартал и 1 полугодие 2007 г. и конференции менеджмента Компании, мы полагаем, что рекомендация «держать» по бумагам X5 является оправданной в настоящий момент с учетом роста акций Компании за последние 3 недели, предстоящего размещения бумаг X5 на \$1 млрд, а также до наступления ясности вокруг ситуации с приобретением «Карусели» и возможным приобретением «Рамстора», которые могут привести к значительным расходам для X5 Retail Group. В то же время во второй половине 2007 г. эффект синергии и эффект от новых сделок M&A (для финансирования которых и проводится доэмиссия) могут привести к пересмотру рекомендации и целевой цены.

Мы произвели оценку X5 Retail Group методом дисконтированных денежных потоков. Расчетная стоимость Компании при чистом долге, оцениваемом нами в \$1129,7 млн, составляет \$8003,2 млн, в этом случае справедливая стоимость одной обыкновенной акции на конец года для X5 Retail Group составляет \$36,97, что означает потенциал роста от текущих котировок на продажу не менее 13%, и мы рекомендуем «держать» бумаги Компании.

Мы полагаем, что синергетический эффект от объединения «Перекрестка» и «Пятерочки» еще не проявил себя полностью. Данные за 1 квартал и 1 полугодие 2007 г. заметно превзошли прогнозы самой компании, но скорее всего в полной мере положительный эффект от объединения Компания реализует начиная со второй половины 2007 г. по мере выстраивания единой логистической системы. При этом мы пока не учитываем возможную активность Компании в сфере M&A (в частности приобретение розничных операторов «Карусель» и «Копейка» или участие в продаже «Рамстора»), однако если подобные факты будут иметь место, это окажет дополнительную поддержку бумагам X5.

Ticker:	FIVE LI
Target Price:	36.04
Last Mid Price:	32.6
Potential Upside:	13%
Recommendation:	HOLD

Shares, mn	216.5
MCap USD mn	7057.9
EV USD mn	8187.6

	Key Financials USD mn	
	2006	2007 (F)
Revenue	3551	4618
EBITDA	261	401
EBITDA margin	0.07	0.09
EBIT	182	290
EBIT margin	0.05	0.06
Net Profit	103	155
Net Margin	0.03	0.03

	Key Multiples	
	2006	2007
P/E	68,5	51,4
P/S	1,98	1,71
EV/EBITDA	31,3	22,7

	Market performance	
Max с начала года		32,60
Min с начала года		26,00
Absolute		19,63%
Relative to RTS		12,10%





X5 Retail Group N.V. (бывшая Pyaterochka Holding N.V.) - крупнейшая по обороту ритейловая сеть в РФ, образована в мае 2006 г. путем слияния ТД «Перекресток» и розничной сети «Пятерочка». В рамках сделки Pyaterochka Holding приобрел ТД «Перекресток» у Альфа-групп, инвестфонда Templeton и менеджмента сети. В свою очередь, Альфа-групп приобрела контрольный пакет акций объединенной компании. 6 мая 2005 г. Pyaterochka Holding N.V. разместила на Лондонской фондовой бирже 45968144 GDR на \$598 млн.

На конец 1 полугодия 2007 г. группа включала 539 собственных магазинов «Пятерочка» формата «дискаунтер», расположенных в Москве (232), Санкт-Петербурге (215) и других регионах РФ, а также 170 собственных супермаркетов «Перекресток» в России и на Украине. Число франчайзинговых магазинов «Пятерочка» на территории России и Казахстана составило 591. Под брендом «Перекресток» работают 10 франчайзинговых магазинов в Москве; общая площадь торговых площадей по итогам 1 полугодия – 516,3 тыс. кв. м.

По итогам 2006 г. чистая выручка X5 Retail Group составила \$3,551 млрд, чистая прибыль - \$103 млн. Рост выручки в 2006 г. составил 49%. X5 показала также рост валовой рентабельности, что мы объясняем эффектом синергии от объединения двух сетей и экономией на масштабе. Чистая прибыль по итогам 2006 г. практически не изменилась (+1,2%), поскольку консолидация «Пятерочки» и «Перекрестка» привела к заметному увеличению долговой нагрузки. Но мы не считаем уровень долга критичным – в течение 2006-07 гг. X5 Retail Group интегрировала кредитный портфель и рефинансировала все кредитные обязательства сети «Пятерочка». Результатом реструктуризации стал выкуп и досрочное погашение облигаций «Пятерочки» и «Перекрестка». Одновременно для рефинансирования текущего рублевого долга Компании были предложены новые рублевые облигации X5 Retail Group сроком на 7 лет на сумму 9 млрд. руб. (включая трехлетний опцион put), с процентной ставкой по первым семи полугодовым купонам в 7,6% (при этом спрос на бумаги превысил предложение в 1,6 раза).

В дополнение к позитивной финансовой отчетности за 2006 г. Компания опубликовала и хорошие операционные и финансовые данные за 1 квартал и операционные данные за 1 полугодие 2007 г. Объем продаж X5 Retail Group в 1 квартале 2007 г. вырос на 45,1% до \$1,106 млрд по сравнению с аналогичными показателями 2006 г. Валовая прибыль выросла на 50,2% до \$302 млн, EBITDA — на 53,3% до \$107 млн. X5 продемонстрировала одну из самых высоких в отрасли EBITDA margin - 9,7%, выше этот показатель только у «Седьмого континента». В долгосрочной перспективе компания рассчитывает на валовую рентабельность в сегменте супермаркетов на уровне 27-28% и EBITDA margin не ниже 9%.

Темпы роста сопоставимых продаж во 2 кв. увеличились на 18% по сравнению с 13% за аналогичный период. Количество покупателей на московском рынке (на который приходится примерно половина магазинов Компании) выросло на 10% (против 3% во 2 кв. 2006 г.) для «Пятерочки» и на 18% (против 10%) для «Перекрестка». Роста на 45% в 1 квартале и на 18% во 2 квартале Компании удалось достичь во многом благодаря сокращению операционных затрат. Так, общие коммерческие и административные затраты в 1 кв. 2007 г. составили 14,9% от выручки, в то время как ранее Компания прогнозировала показатель операционных затрат на уровне 21% от выручки. По эффективности работы X5 остается одним из лидеров отрасли. В целом результаты оказались выше представленных ранее прогнозов. Мы полагаем, что на финансовых показателях X5 положительно сказывается, прежде всего, эффект синергии от объединения логистики и системы закупок сетей «Пятерочка» и «Перекресток», и влияние этого эффекта будет прослеживаться на протяжении всего 2007 г.

В 2007 г. X5 планирует открыть еще не менее 450 новых магазинов, добавив порядка 44 тыс. кв. м. арендованных и 19,3 тыс. кв. м. собственных торговых площадей. Рост будет происходить как органически, так и за счет сделок M&A. В планах Компании расширить сеть дискаунтеров в Москве, Самаре и Нижнем Новгороде. Предполагавшийся в начале в 2009 г. масштабный проект открытия гипермаркетов предполагается запустить в феврале 2008 г., что, на наш взгляд, скажется как на рентабельности по EBITDA в сторону ее снижения, так и на объеме капиталовложений в сторону их увеличения.

К 2010 г. планируется добавить еще 150 тыс. кв. м. площадей, при том, что по итогам полугодия 2007 г. планы были выполнены уже на треть, мы осторожно полагаем, что еще 100 тыс кв м X5 сможет прибавить уже к 1 кв. 2008 г. Это позволит распространить сеть супермаркетов на всю европейскую территорию России (характеризующуюся наибольшей плотностью населения), заметно усилить присутствие в регионах Урала и Поволжья. В то же время в остальных регионах X5 не планирует открытие собственных магазинов, а предполагает развитие сети через создание СП, приобретение долей (не контрольных) в существующих сетях и развитие





франчайзинговых соглашений. Параллельно X5 предполагает в 2007 г. обозначить стратегию расширения на украинском рынке.

Стратегия X5 на рынке M&A связана со стратегией Компании по созданию мультиформатного продуктового оператора. Менеджмент Компании подтвердил интерес к объявленному тендеру на продажу сети «Рамстор», при условии продажи отдельно розничного бизнеса «Рамстор». Также высока вероятность покупки X5 розничной сети «Карусель» в 2008 г., что позволит Компании выйти на быстрорастущий рынок гипермаркетов. В мае 2007 г. X5 подписала опцион на покупку этой сети - к моменту реализации опциона «Карусель» будет объединять около 30 гипермаркетов; стоимость «Карусели» в 2008 г. может составить \$250-270 млн. Также X5 может приобрести еще одного крупного розничного оператора, «Копейку». Таким образом, в ближайшие 5-7 лет компания намерена увеличить число гипермаркетов (включая торговые точки «Карусели») до 100–130 объектов. Если X5 будет открывать гипермаркеты площадью 12-14 тыс. кв. м, то весь проект по развитию гипермаркетов может обойтись в \$1,5 млрд.

Кроме гипермаркетов площадью 4-7 тыс. кв. м. X5 намерена открывать гипермаркеты под брендом «Перекресток» более крупного формата на 12-14 тыс. кв. м. Также X5 планирует изменить ассортиментную политику своих гипермаркетов в сторону соотношения 40% - продовольственные товары, 60% - непродовольственные, что означает большую доходность, поскольку непродовольственные товары в среднем на 3-5% более маржинальные, чем продукты питания; к тому же по мере роста доходов потребление продуктов питания качественно не увеличивается, но при этом возрастают траты на одежду и бытовые товары.

Возможности корпоративного заимствования у X5 для финансирования сделок M&A ограничены, поэтому более вероятно, что с учетом значительного объема существующей задолженности, Компания будет привлекать средства за счет дополнительной эмиссии акций и продажи их на открытом рынке. Менеджмент X5 Retail Group подтвердил в ходе телеконференции свое намерение о проведении SPO в 4 кв. 2007 г. на \$1 млрд.

Мы не склонны воспринимать допэмиссию как негативный фактор для торгующихся сейчас акций, скорее, с учетом целей на которые это размещение может быть направлено, это может послужить дополнительным драйвером по бумаге. При этом мы не исключаем, что слухи о возможных совместных проектах крупнейшего мирового розничного оператора Wall Mart и X5 в сфере M&A на российском рынке могут оказаться обоснованными, тогда более вероятно вести речь о допэмиссии в пользу стратегического инвестора в лице американской компании.

Еще одним важным фактором увеличения капитализации Компании мы считаем намерение X5 создать единую систему управления логистикой, аналогичную системам, применяемым в крупнейших розничных сетях мира. Для интеграции цепочек поставок «Перекрестка» и «Пятерочки» X5 построит в регионах сеть мультиформатных логистических центров со складскими помещениями, современным IT и автопарком. Предполагается, что каждый из региональных логистических центров сможет обслуживать одновременно магазины всех форматов X5.

Сейчас доля прямых поставок «Пятерочки» с собственных складов составляет 55%, «Перекрестка» - 30-35%. За счет единой логистической системы планируется довести этот показатель для объединенной X5 до 75%, что, несомненно, позитивно скажется на операционных и финансовых результатах Компании. Одновременно логистические центры будут служить стартовой площадкой для освоения новых региональных рынков (аналогично гипермаркетам «Седьмого Континента»). Кроме того, компания сможет увеличить объем закупок, что позволит рассчитывать на большие скидки от поставщиков и увеличить эффективность и рентабельность бизнеса.

Важным конкурентным преимуществом X5 можно считать управленческую команду, и в частности, приглашение на должность председателя наблюдательного совета бывшего главы розничной сети Carrefour Эрве Дефоре, (он будет отвечать за создание эффективной стратегической модели для дальнейшего развития группы, направление M&A и консолидации российского розничного рынка), а также Антонио Мело на должность главного операционного директора, отвечающего за создание интегрированной системы логистики. А на конференции по итогам полугодия было сказано о расширении управленческой команды за счет направления по развитию гипермаркетов.





Мы произвели оценку X5 Retail Group методом дисконтированных денежных потоков. В наших расчетах мы исходили из того, что прогнозный период составляет 6 лет, темп роста Компании в постпрогнозный период составит 3,0%. Приведенная стоимость денежных потоков составляет \$2148,7 млн, приведенная остаточная стоимость \$6984,2 млн. Расчетная стоимость Компании при чистом долге, оцениваемом нами в \$1129,7 млн, составляет \$8003,2 млн, в этом случае справедливая стоимость одной обыкновенной акции X5 Retail Group составляет \$36,97, что означает потенциал роста от текущих котировок на продажу не менее 13%, и мы рекомендуем «держать» бумаги Компании.

Мы полагаем, что рекомендация «держать» по бумагам X5 является оправданной в настоящий момент с учетом предстоящего размещения бумаг Компании на \$1 млрд и до наступления ясности вокруг ситуации с приобретением «Карусели» и возможным приобретением «Рамстора», которые могут привести к значительным расходам для X5 Retail Group. В то же время во второй половине 2007 г. эффект синергии и эффект от новых сделок M&A (для финансирования которых и проводится допэмиссия) могут привести к пересмотру рекомендации и целевой цены.

### ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ (mn USD)

FIVE LN	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Revenue	4618,00	6007,00	7385,00	8637,00	10194,00	11570,00
Gross Profit	1268,00	1706,00	2109,00	2528,00	2986,00	3419,00
Gross margin	0,27	0,28	0,29	0,29	0,29	0,30
EBITDA	401,00	547,00	721,00	891,00	1068,00	1241,00
EBITDA margin	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,11
EBIT	290,00	410,00	524,00	648,00	794,00	926,00
EBIT margin	0,06	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
Net Income	155,00	228,00	316,00	402,00	466,00	521,00
Net Margin	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
EBIT	290,00	410,00	524,00	648,00	794,00	926,00
Taxes (Less)	69,60	98,40	125,76	155,52	190,56	222,24
Nopat	220,40	311,60	398,24	492,48	603,44	703,76
Depreciation&Amortization (Add)	109,00	137,00	197,00	243,00	273,00	314,00
CapEx (Less)	700,00	378,00	285,00	269,00	227,00	206,30
Change in Net Working Capital (Less)	-250,00	-182,00	-174,00	-161,00	-141,00	-135,00
Free Cash Flow	-120,60	252,60	484,24	627,48	790,44	946,46
Discounted Cash Flow	-120,60	227,16	391,61	456,34	516,95	556,65

### РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ АКЦИЙ по DCF модели

WACC	11,2%
Сумма DCF	2148,70
Темп роста в постпрогнозный период	3%
Free cash Flow в 1-й постпрогнозный год	974,85
Terminal Value	12827,02
Present Value of Terminal Value	6984,18
Evaluation Value	9132,88
Net Debt, 2007 (F)	1129,70
MCap	8003,18
Total Shares, mn	216,50
Fair Price per Share	36,97
Last Price	32,6
Potential Upside	13%





## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ДОХОДНЫЙ ДОМ»

410012, Россия, г. Саратов, ул. Вольская, 70  
www.ddom.ru  
E-mail: mail@ddom.ru  
Телефон: (845-2) 274-555 (многоканальный)  
Телефон горячей линии: (845-2) 27-57-37 (многоканальный)

Филиалы инвестиционной компании «Доходный дом»:

### ВОЛГОГРАД

Адрес: 400001, г. Волгоград, ул. Калинина, д. 13  
Телефон: (8442) 26-99-22

### УЛЬЯНОВСК

Адрес: 432700, г. Ульяновск, ул. Советская, д. 5  
Телефон: (842-2) 410-222

### ВОРОНЕЖ

Адрес: 394030, г. Воронеж, ул. Свободы, д. 69А.  
Телефон: (473-2) 96-99-00

### ПЕНЗА

Адрес: 440052 г. Пенза, ул. Свердлова, д. 2. офис 501-502  
Телефон: (8412) 35-90-10

## ПРИНЦИП ВЫСТАВЛЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций на 15% и более  
НАКАПЛИВАТЬ – соответствует потенциалу роста 5-15%  
ДЕРЖАТЬ - соответствует потенциалу роста/снижения от -5% до +5%  
ПРОДАВАТЬ - соответствует потенциалу снижения от -5%

Потенциал роста / снижения определяется как разница между текущей рыночной ценой по бумаге и рассчитанной нами справедливой стоимостью акции.

## ЗАЯВЛЕНИЕ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный отчет не содержит никаких предложений (не является офертой) о покупке или продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Данный отчет составлен на основе информации, которая являлась общедоступной в момент подготовки обзора, приведенной в публичных источниках, которые Компания полагает надежными, но за достоверность которых Компания не может нести ответственности и не может претендовать на их абсолютную точность и полноту. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения при изменении мнения или информации относительно компаний упомянутых в этом отчете. Данный отчет может быть использован только в информационных целях, Компания не может нести ответственности за прямые или косвенные убытки, возникающие при использовании данного материала. Ни отчет целиком, ни какая-либо часть его не может быть использована без согласия Компании.

© 2007

