



# X5 Retail Group 3K20: снижение рентабельности к/к

## РОСТ В ГОДОВОМ СОПОСТАВЛЕНИИ, НОРМАЛИЗАЦИЯ - В КВАРТАЛЬНОМ, КАК ПО ТЕМПАМ ВЫРУЧКИ...

Выручка X5 не является сюрпризом для инвесторов, поскольку ранее уже были опубликованы операционные результаты. Выручка компании увеличилась на 15,3% г/г, до 486,6 млрд руб. Темпы роста оказались выше, чем во 2K20, в котором выручка выросла на 12,9% г/г и приблизилась к уровню 1K20, когда показатель прибавил 15,9% г/г. Продажи сопоставимых магазинов (LfL) выросли на 6,9% г/г благодаря увеличению среднего чека на 8,8%, несмотря на снижение трафика на 1,8%. Торговые площади магазинов X5 выросли на 9,6%, что обеспечило вклад в рост выручки в размере 8,5%.

Выручка онлайн-гипермаркета и экспресс-доставки составила 4 млрд руб., из которых выручка "Перекресток Впрок" составила 2,84 млрд руб. (+207,6% г/г; -21% к/к), количество заказов составило 846,2 тыс. (+176,8% г/г; -4% к/к), средний чек вырос на 10,2% г/г, но снизился в квартальном выражении на 17%, до 3,8 тыс. руб. Данные свидетельствуют о некотором возвращении трафика в офлайн-магазины.

## ...ТАК И ПО НОРМЕ EBITDA

EBITDA скорр. (IAS 17) компании увеличилась на 31,1% г/г (-6,3% к/к), до 39,2 млрд руб. Несмотря на значительный рост в годовом сопоставлении, в квартальном наблюдается снижение, вызванное нормализацией спроса и низким сезоном. Норма EBITDA скорр. составила 8,1% (13,1% - по IFRS 16): +1 п.п. г/г, -0,4 п.п. к/к, что отражает рост валовой рентабельности до 25,1% (+0,6 п.п. г/г, -0,2 п.п. к/к), положительный эффект операционного рычага. SG&A как процент от выручки снизились до 17,9% в 3K20 vs 18,2% во 2K20, но выросли относительно 17,5% во 2K20. Затраты на персонал (без учета долгосрочного премирования и выплат на основе акций) сократились до 8% vs 8,1% в 3K19 (снижение благодаря уменьшению текучести персонала и росту производительности труда) vs 7,8% в 3K20. Расходы на аренду: 5% от выручки в 3K20 vs 5,1% в 3K19 и 4,8% в 2K20. Выросла доля арендованных площадей в портфеле недвижимости X5 до 80% в 3K20 с 79% в 3K19.

**Новая трехлетняя стратегия будет объявлена 27 октября**, которая, вероятно, сконцентрируется не только на традиционном продовольственном бизнесе, но и на расширении границ рынка, внедрении новых технологических подходов.

## НОВАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ИСТОРИЯ?

Ранее финдиректор X5 комментировала, что по итогам 2020 г. дивиденды могут увеличиться на 50% г/г, т.е. до 45 млрд руб. (165,7 руб./ГДР, 6% дивидендной доходности). Чистая прибыль X5 по итогам 9М20 выросла на 45,3% г/г, до 36,4 млрд руб., а 4К традиционно является высоким сезоном.

За 9М20 операционный денежный поток компании составил 82 млрд руб., тогда как поток от инвестиционной деятельности - 59 млрд руб. Разница составила 23 млрд руб., а денежный поток от финансовой деятельности -30 млрд руб. за 9М20. У компании 12 млрд руб. наличности на балансе и 488 млрд руб. доступных кредитных линий. Чистый долг/ЕБИТДА: 1,53 в 3К20, тогда как компания считает комфортным уровень в 1,8, открывающий потенциал заимствования еще на 58 млрд руб. Данные параметры позволяют предположить, что компания реализует свои планы по дивидендам.

## WIN-WIN GAME

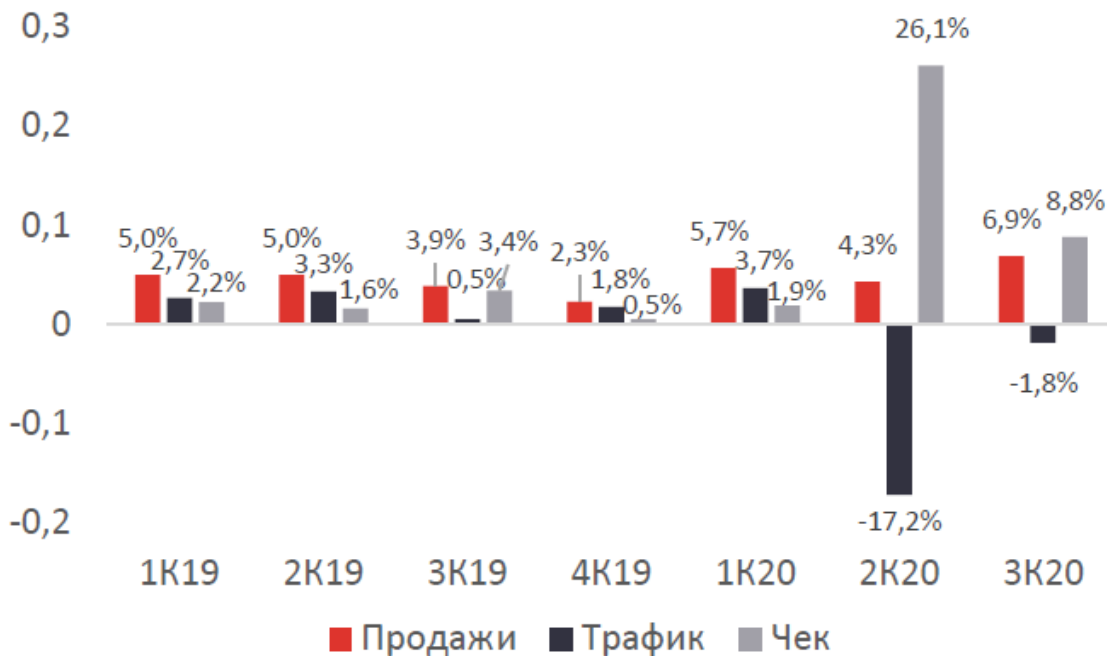
На ожиданиях обновленной стратегии и операционной отчетности акции активно росли в первой половине октября, войдя после в период коррекции. Стратегия, комментарии по дивидендам могут вернуть бумагу на радары инвесторов. Защитные свойства продуктового ретейла делают акцию интересной в период неопределенности, а активное развитие eCommerce придает бизнесу импульс роста даже в кризис.

График 1: X5 (IAS 17) млрд руб.	3К19	2К20	3К20	Изменение, кв/кв	Изменение, г/г	Консенсус- прогноз	Отклонение от консенсуса
Выручка	422.0	493.6	486.6	-1.4%	15.3%	485.5	0.2%
Скорр. ЕБИТДА	29.9	41.9	39.2	-6.3%	31.1%	37.5	4.5%
Маржа ЕБИТДА (%)	7.1%	8.5%	8.1%	-0.4 п.п.	1.0 п.п.	7.7%	0.3 п.п.
Чистая прибыль	2.2	16.3	11.9	-26.6%	nm	12.1	-0.9%

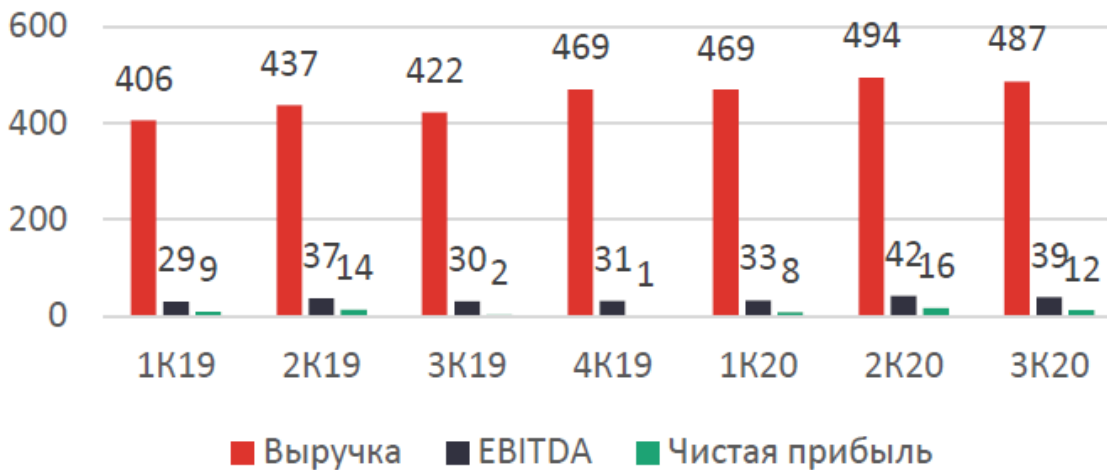
Источник: данные компании, Интерфакс, ITI Capital

Рост чистой прибыли в годовом сопоставлении в 5,3 раза, до 11,9 млрд руб. обусловлен ростом валовой прибыли на 18,1% г/г, до 122,2 млрд руб., а также низкой базой 3К19 ввиду включения единоразовых корректировок в размере -5,3 млрд руб., связанных с трансформацией "Карусели" (в основном из-за обесценения внеоборотных активов). Чистые финансовые расходы в 3К20 снизились на 10,4% г/г, до 3,9 млрд руб., в связи с реструктуризацией долга, а именно с сокращением средневзвешенной эффективной процентной ставки по кредитному портфелю X5 в результате снижения процентных ставок на рынке долгового капитала в России, а также благодаря действиям X5 по снижению стоимости долгового финансирования. Отрицательный результат от курсовой разницы в 3К20 составил 0,751 млрд руб. против положительного результата в размере 0,019 млрд руб. в 3К19 по кредиторской задолженности и операциям прямого импорта.

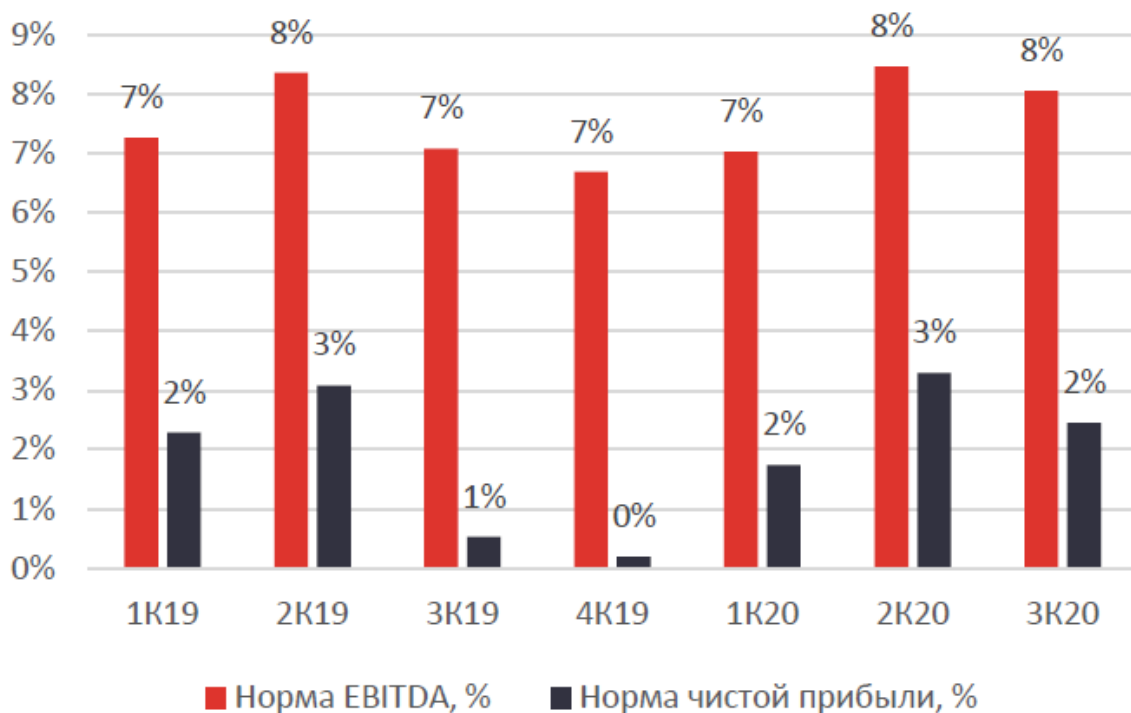
**График 2: Динамика основных параметров продаж**



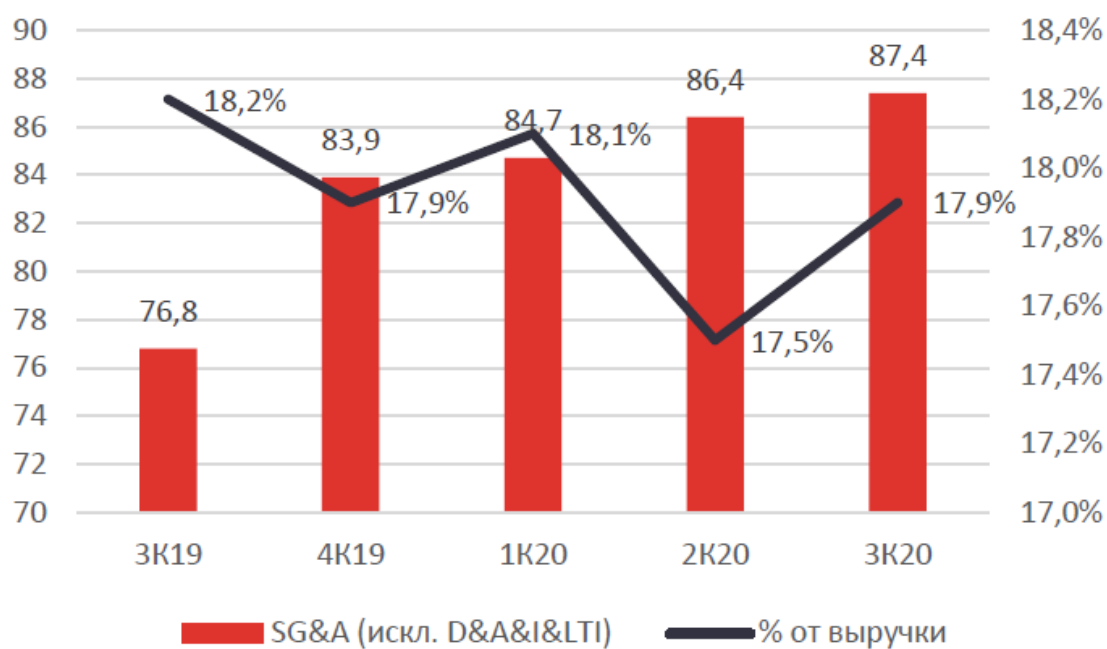
**График 3: Финансовые результаты, млрд руб.**



**График 4: Норма EBITDA и чистой прибыли**



**График 5: SG&A (excl. D&A&I&LTI), млрд руб.**



Источник: данные компании, ITI Capital

## ЧТО ЖДАТЬ ОТ НОВОЙ СТРАТЕГИИ?

### РАЗВИТИЕ ДИСКАУНТЕРОВ

Спрос на дискаунтеры растет - X5 Retail Group ранее планировала до конца 2020 г. открыть первые три-четыре "жестких" дискаунтера и около 40 - в 2021 г. Первые магазины будут открыты в ноябре, а решение о развитии сети будет принято в декабре 2021 г.

**X5 не одинок в данном начинании - такой же тактики придерживается Магнит**, который уже тестирует формат "жестких" дискаунтеров, начиная с июля 2020 г. Оба ретейлера открывают магазины-дискаунтеры, в ассортименте которых превалирует наиболее дешевая продукция, в т.ч. под собственным брендом (STM). Концепция дискаунтера Магнита предполагает площадь магазина до 300 кв. м, небольшой ассортимент (около 1,8 тыс. SKU). На долю STM в дискаунтерах Магнита будет приходиться не менее 50-60% продукции.

Логика развития сетей с низкой стоимостью продукции может быть обусловлена несколькими факторами:

- развитие направления eCommerce: экспансия посредством развития малого стандарта магазинов, включающего пункты выдачи товаров и выход в малые региональные города, потенциальное развитие маркетплейса для роста номенклатуры товаров;
- ретейлер может выступать в качестве производителя продукции под своим брендом (STM), получая дополнительную маржу, экономя на рекламных расходах;
- в кризис население склонно к потреблению продукции с более низкой стоимостью;

В соответствии с сентябрьским прогнозом Минэкономразвития России снижение реальных располагаемых доходов населения в 2020 г. может составить 3%.

### ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ ЭКСПАНСИЯ

#### **Новые магазины, новая концепция**

X5 рассчитывает к 2023 г. иметь магазины во всех федеральных округах России, что является значительным рывком для ретейлера. Напомним, что в Дальневосточном административном округе на текущий момент не представлены гиганты российского ретейла: X5, Магнит.

Компания планирует увеличить количество магазинов до 20 тыс. на горизонте 2023 г. с 17,352 тыс. на конец сентября 2020 г. Согласно раннему прогнозу компании, в 2020 г. планировалось открыть около 2 тыс. магазинов, 1 050 из которых были открыты за 9M20. Из-за коронавируса ретейлер может открыть на 15-20% меньше плана.

### **X5 выходит на Дальний Восток**

К 2023 г. X5 будет представлен во всех федеральных округах своими 20 тыс. магазинов. В настоящее время компания представлена только в семи, при этом доля в Сибирском округе минимальна. По структуре компания представлена в Центральном (50% продаж за 1П20), Приволжском (18,8%), Северо-Западном (14,5%), Уральском (6,8%), Южном (6,1%), Сибирском (2,8%) и Северо-Кавказском (1%).

### **X5 планирует обновить сеть "Пятерочка" за пять лет**

X5 запустила программу трансформации в 2019 г. По состоянию на сентябрь в новом концепте работают около 1,5 тыс. магазинов (9%), к концу года их количество должно вырасти до 2 тыс. Напомним, первая волна обновления Пятерочек началась осенью 2013 г. Программа реновации заняла более 4 лет, общие инвестиции в проект составили около 38 млрд руб. Отчасти благодаря обновлению магазинов рост выручки Пятерочки ускорился с 9,6% в 2013 г. до 25,1% в 2014 г. и 34,3% в 2015 г.

Рост LfL-продаж в обновленных магазинах превышал 10% против 4% по всем форматам магазинов группы в 2019 г.

ГРАФИК 6: РЕГИОНЫ ПРИСУТСТВИЯ X5, 2019 Г.: СИБИРЬ, ДАЛЬНИЙ ВОСТОК СЛАБО ПРЕДСТАВЛЕНЫ



Помимо открытия новых магазинов компания планирует продолжить трансформацию гипермаркетов "Карусель" в "Перекресток" и обновление концепции "Пятерочки" с фокусом на категорию fresh. На текущий момент на долю магазинов в обновленной концепции приходится около 9%, или 1,5 тыс.

магазинов.

**Офлайн-розница: X5 планирует по итогам 2020 г. увеличить долю на рынке с 11,5% в 2019 г. до 13% в 2020 г. и 15% в 2023 г.** Объем рынка вырастет с 16 трлн руб. в 2019 г. до 16,6 трлн руб. в 2020 г., 19,1 трлн руб. в 2023 г. и 20 трлн руб. в 2024 г., согласно данным компании.

## РАЗВИТИЕ ECOMMERCE

### ОНЛАЙН-ПРОДАЖИ - ФАКТОР РОСТА

Оборот онлайн-каналов X5 (онлайн "Перекресток впрок" и экспресс-доставка) составил около 4 млрд руб. в 2019 г. и столько же уже по итогам 4K20. Несмотря на стремительный рост продаж в онлайн и лидерство среди игроков eGrocery, доля онлайн-продаж X5 в выручке составляет около 1%, однако на горизонте 2029 г. компания ожидает, что около 20% выручки будет обеспечено онлайн-заказами.

X5 Retail в 2020 г. планировала увеличить долю на рынке онлайн-торговли с 10% в 2019 г. до 15% в 2020 г. К 2023 г., согласно ожиданиям ретейлера, доля вырастет примерно до 20%. По итогам 2019 г. российский рынок eGrocery составил 43 млрд руб. X5 ожидает рост рынка онлайн-продаж продуктов питания с 146 млрд руб. в 2020 г. до 601 млрд руб. на горизонте 2023 г. и 821 млрд руб. на конец 2024 г. Оценки Infoline несколько расходятся с оценкой X5: в 2020 г. оборот рынка российского eGrocery может достичь 130 млрд руб. против 35 млрд руб. в 2019 г.

На текущий момент уже реализуется пул проектов по доставке непродовольственных товаров: с Пятерочкой сотрудничает Oriflame, Республика, DNS и др. Очевидно, что лидерские позиции в ретейле сохраняют компании, сумевшие адаптироваться к вызовам рынка: т.е., кто быстрее переведет бизнес в онлайн, прочие же рискуют повторить судьбу Sears, обанкротившегося в 2018 г. из-за проигрыша в гонке с Walmart, Amazon.

### АКТИВИЗАЦИЯ НА РЫНКЕ ГОТОВОЙ ЕДЫ

X5 планирует в 2021 г. вывести на полную мощность фабрику-кухню, запущенную в 2019 г. для поставки готовых блюд в свои магазины. Сейчас мощность кухни составляет 40 т еды в день или 100 тыс. штучной фасованной продукции. Максимальная мощность кухни - до 120 т в день, или 300 тыс. штучной продукции. Собственная продукция составит 10-15% в продажах готовой еды. Развитие фабрики воспринимается и как некий центр накопления экспертизы по перспективному сегменту рынка. Менеджмент ссылается на опыт США, где доля потребления вне дома составляет 50% от населения, в Европе - 30%, в России - менее 10%.

## РАЦИОНАЛЬНОСТЬ РЫНКА В ПЕРИОД КРИЗИСА

### ОТКАЗ ОТ ИНВЕСТИЦИЙ В ЦЕНЫ ПОДДЕРЖИТ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ВО 2П20

Согласно прогнозу менеджмента X5, по итогам 2П20 уровень рентабельности EBITDA может превысить соответствующие показатели 2019 г. Уровень прибыльности будет поддержан и в среднесрочной перспективе благодаря фундаментальным и рыночным факторам. Рост выручки и LfL-продаж продолжается и без дополнительных инвестиций в цены, что выгодно отличает этот год от 2019 г. На наш взгляд, неопределенная экономическая ситуация в стране делает инвестиционную политику ретейлеров более осторожной и снижает вероятность ценовых войн.

## НОВАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ИСТОРИЯ?

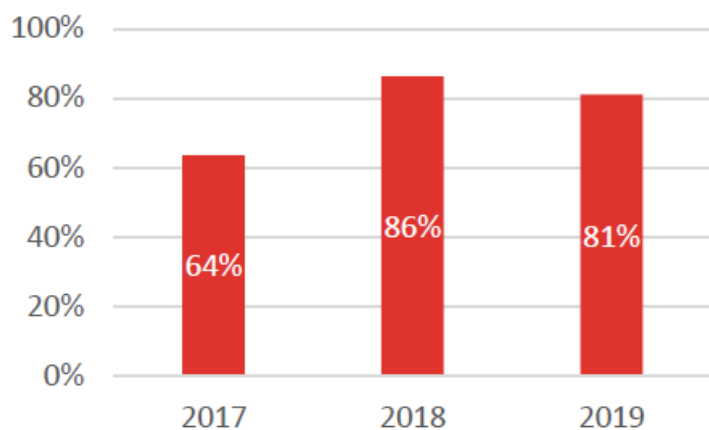
Финдиректор X5 в июне этого года комментировала, что по итогам 2020 г. дивиденды X5 могут увеличиться на 50% г/г, т.е. до 45 млрд руб., или 165,7 руб./ГДР, что соответствует 6% доходности. Чистая прибыль X5 по итогам 9М20 выросла на 45,3% г/г, до 36,4 млрд руб., что позволяет предполагать, что компания реализует свои планы, в т.ч. ввиду того, что 4К традиционно является высоким сезоном.

На 30 сентября 2020 г. долг компании находился на комфортном уровне, 1,53х, что не препятствует потенциальному решению о повышении дивидендов по итогам года. Ретейлер планирует сохранять соотношение чистого долга к EBITDA ниже 1,8х. Подтверждение планов по росту дивидендов выводят X5 на радары инвесторов, сфокусированных на дивидендных историях.

Падение российской экономики, ориентированной во многом на нефтяные доходы, может оказаться затяжным. Поэтому многие компании, сумевшие предложить высокие дивиденды по итогам 2019 г., будут вынуждены снизить их в 2020 г. На этом фоне защитные качества продовольственного ретейла могут быть оценены и консервативными инвесторами.



**График 7: Дивиденды, % от чистой прибыли по МСФО**



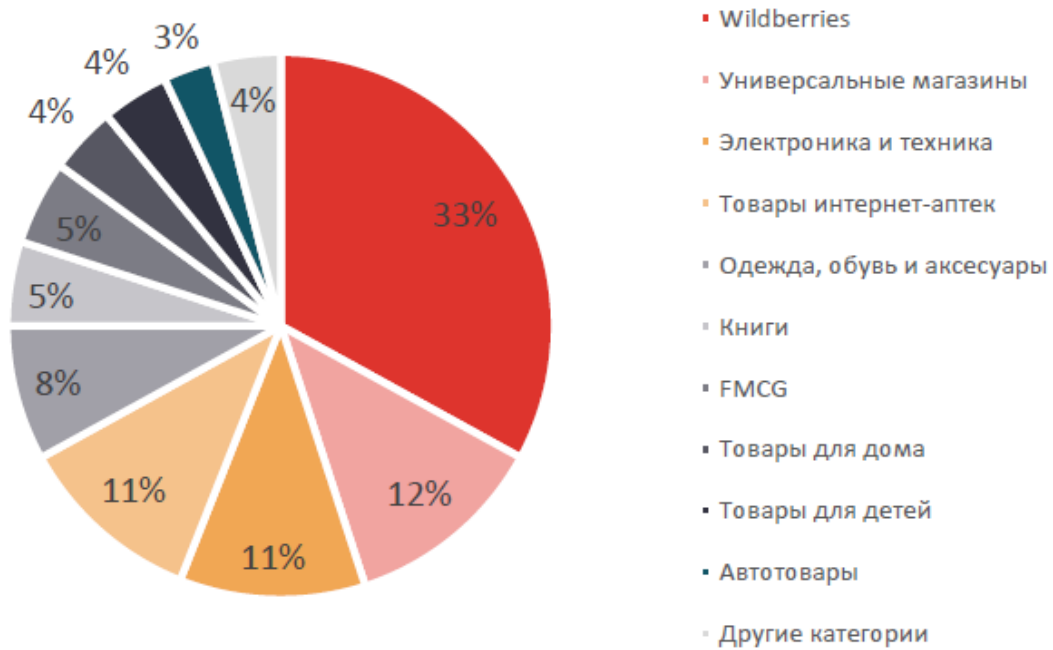
**График 8: Дивиденды X5**

Год	Сумма дивидендов, млрд руб.	Дивиденд/ГДР	Доходность*	% от чистой прибыли по МСФО
2018	25	92.06	3%	87%
2019	30	110.47	4%	116%
2020П	45	165.70	6%	-

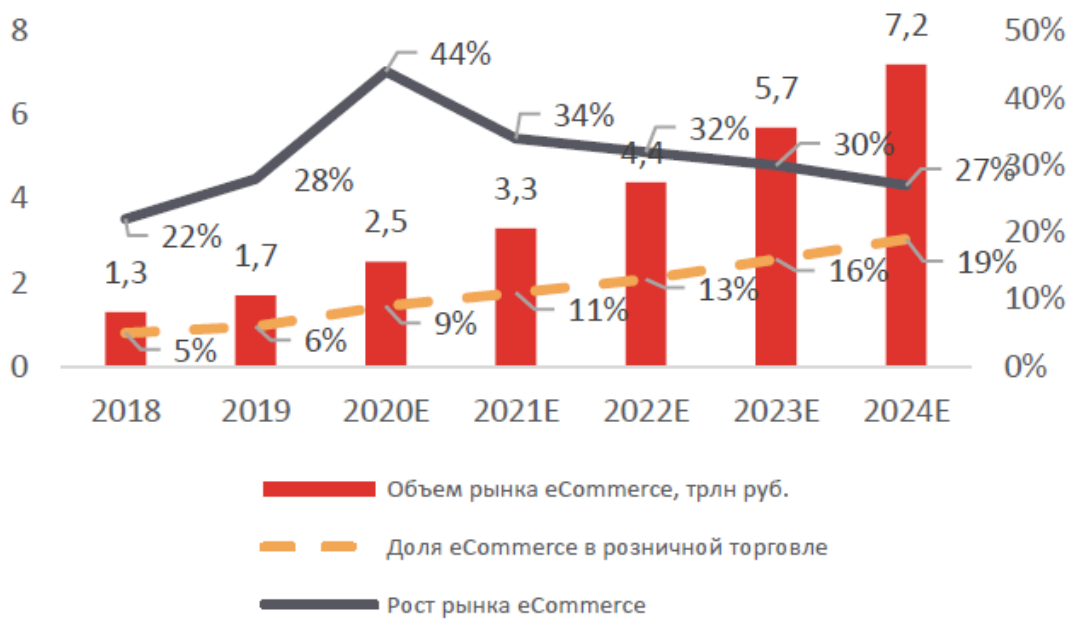
\* доходность по цене закрытия 23.10.2020

Perekrestok.ru занимает первое место в рейтинге интернет-магазинов по покупке продуктов питания eGrocery rating 2019 и сохраняет лидирующие позиции в 2020 г., согласно статистике студии клиентского опыта "Пuls".

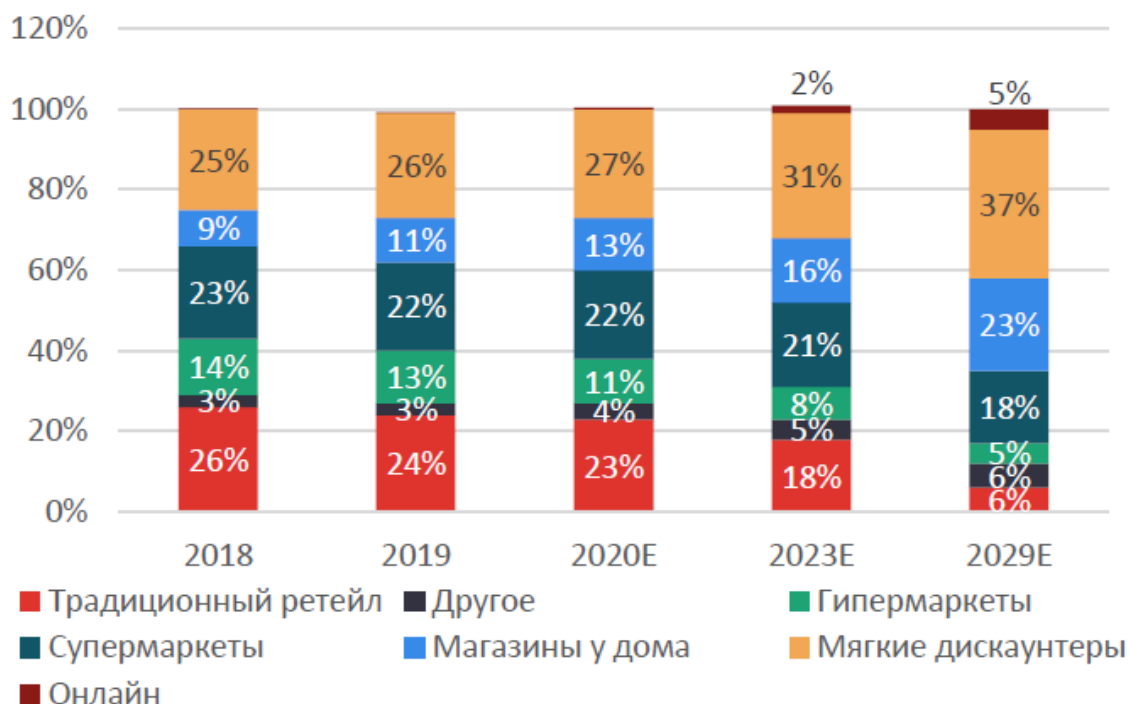
**График 9: Распределение заказов в интернет-магазинах, 2019 г.**



**График 10: Объем рынка eCommerce**



**График 11: Оборот розничной торговли**



**График 12: Типы ретейла**

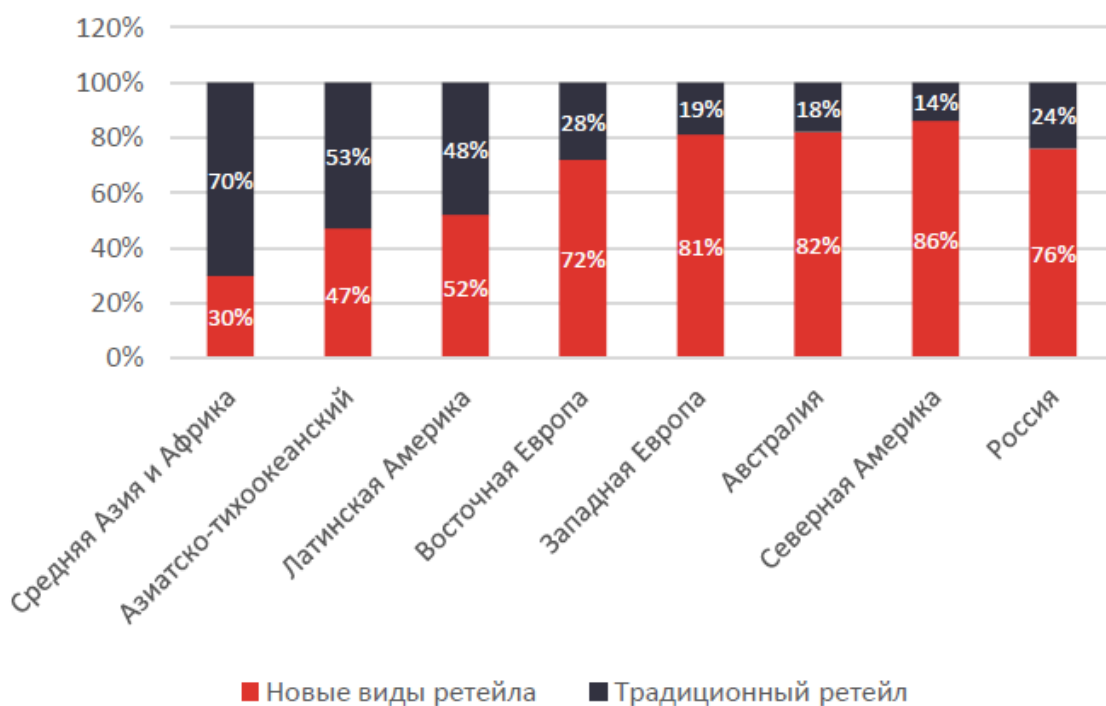
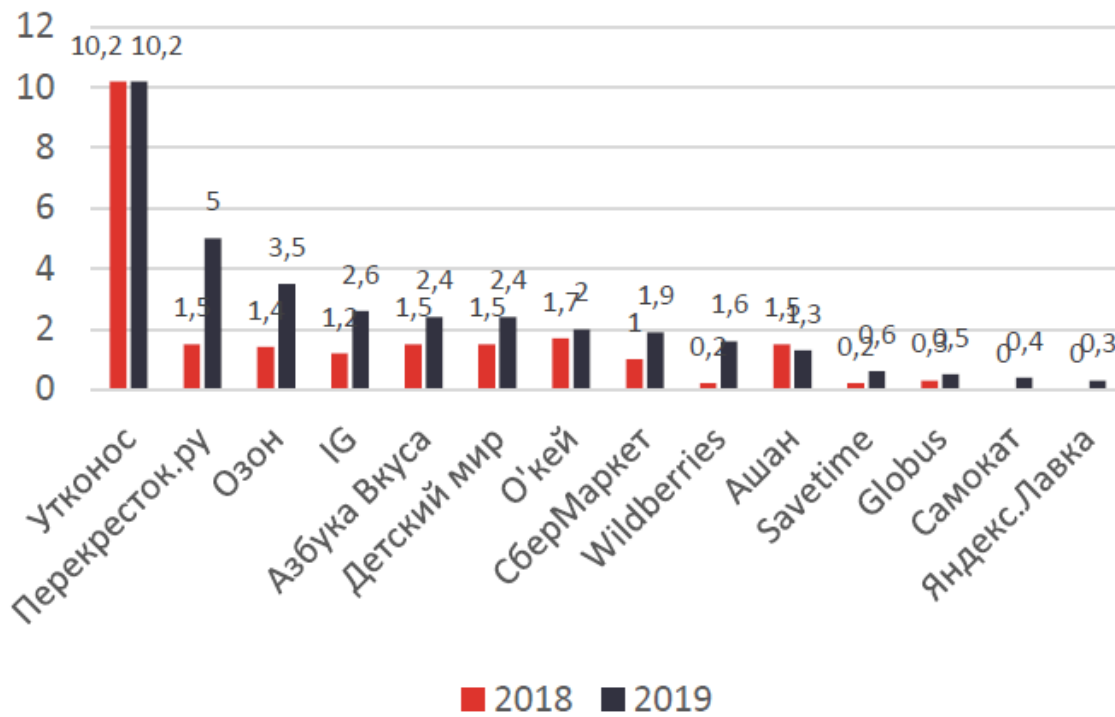
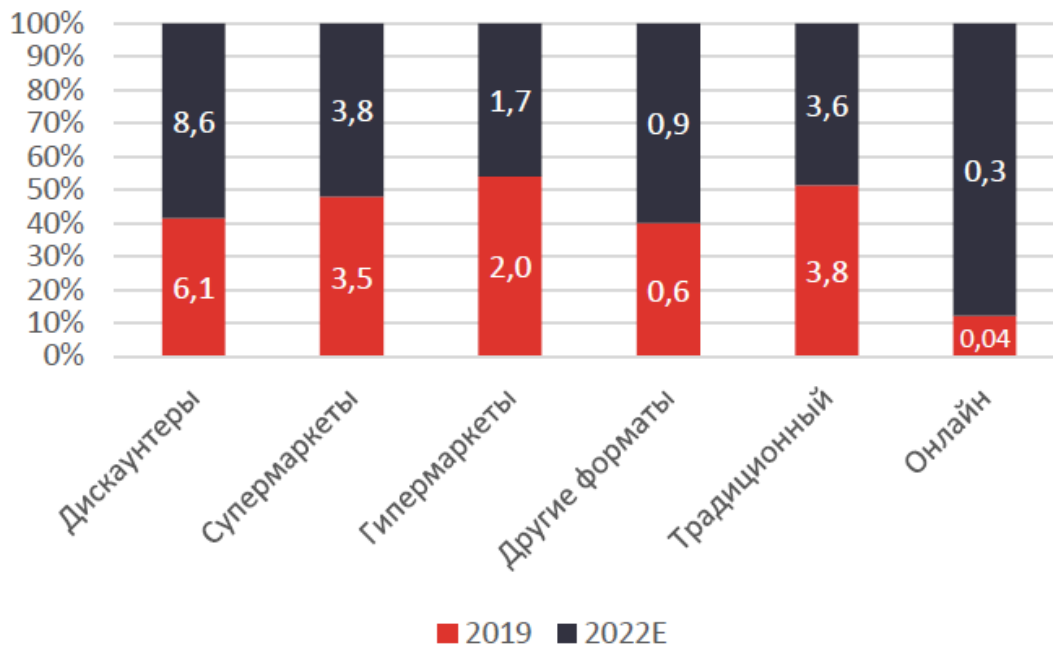


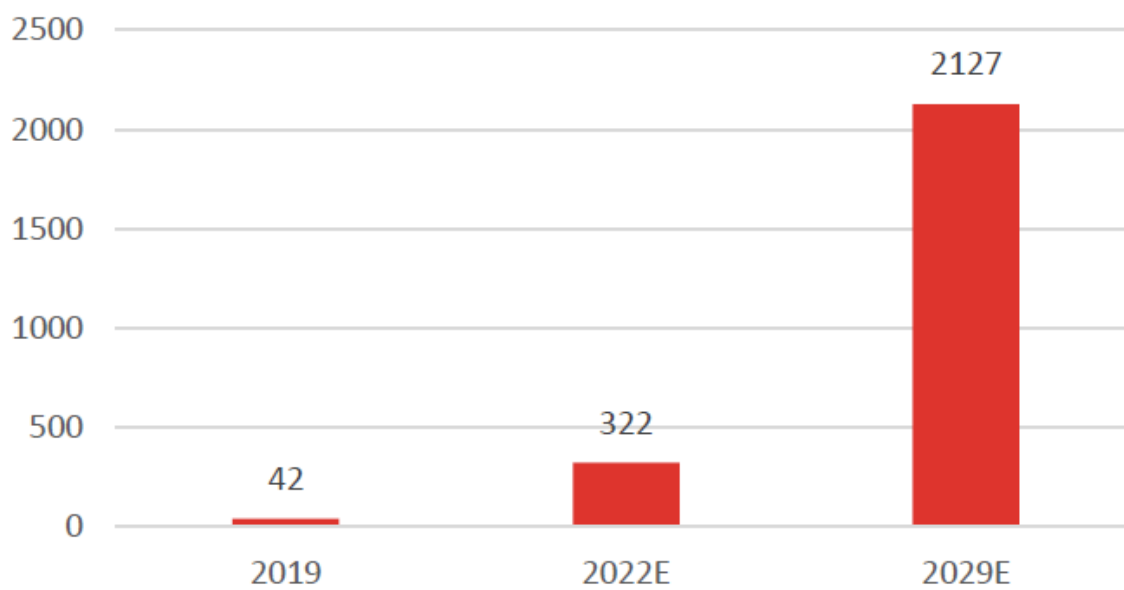
График 13: Основные игроки на рынке онлайн-ритейла, млрд руб.



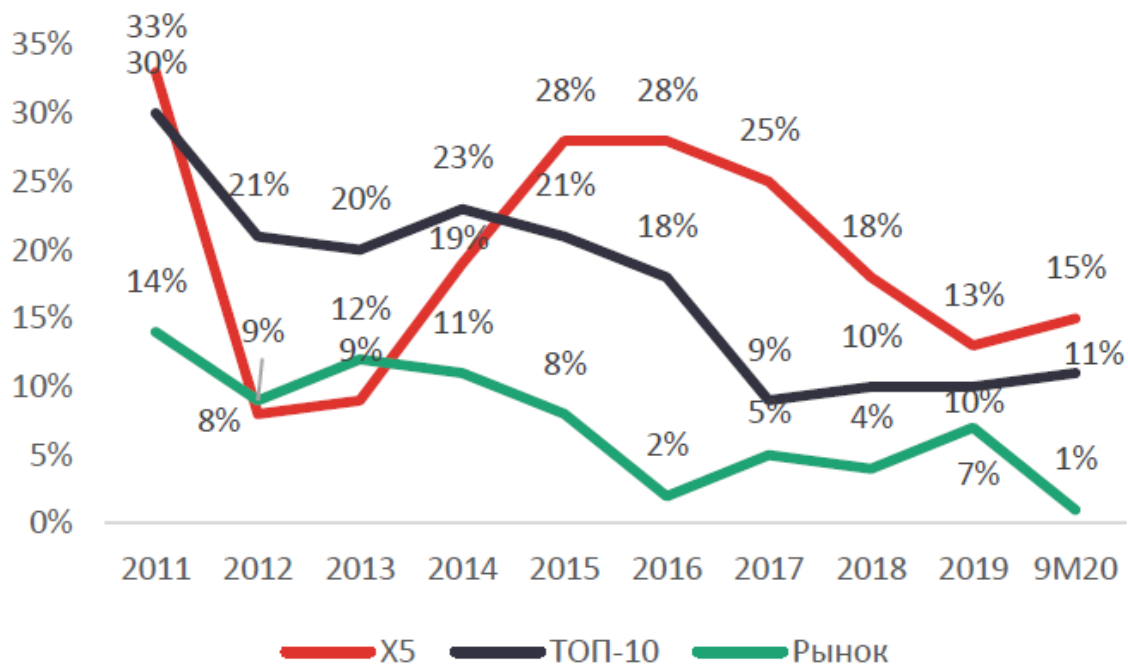
**График 14: Основные форматы розничной торговли продуктами питания, трлн руб.**



**График 15: Российский рынок E-grocery, млрд руб.**



**График 16: Динамика выручки российского ретейла**



**График 17: Распределение населения по округам**

Название	Северо-Кавказский	Северный	Центральный	Приволжский	Северо-западный	Уральский	Сибирский	Дальне-Восточный
Население, %	7	11	27	20	10	8	12	5
Площадь, %	1	3	4	6	10	11	30	36
Распределение населения (чел./км)	57.6	32	57.5	28.6	8.2	6.6	3.3	1.3
Доля нового формата ретейла	18%	59%	83%	78%	94%	78%	72%	36%

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>