

## Магнит и X5: Гонка лидеров

### Инвестиционное заключение

**Мы обновляем наши оценки для Магнита и X5 по итогам публикации операционных результатов за 1 полугодие. Обе компании продолжают оставаться лидерами на рынке продуктового ритейла в России. Но мы по-прежнему считаем, что акции Магнита довольно дороги и предпочитаем бумаги X5.**

- ✓ Обе компании показали сильные результаты в 2009г. и 1 полугодии 2010г. и обладают значительным потенциалом для развития бизнеса. Однако по мере усиления конкуренции некоторое снижение маржи выглядит неизбежным.
- ✓ Группа X5 занимает прочное положение лидера рынка с хорошо диверсифицированной сетью магазинов. В 2009г. X5 показала хорошую рентабельность (24.2% по валовой прибыли и 8.4% по EBITDA), но в 1 кв. 2010г. результаты были ниже (23.4% и 7.0%) из-за снижения торговых наценок. Рост среднего чека замедлился во 2 кв. 2010г., что частично компенсировалось увеличением трафика в гипермаркетах. Мы ожидаем, что во 2 полугодии X5 покажет несколько больший рост среднего чека (в том числе и за счет низкой базы во 2 полугодии 2009г.).
- ✓ Магнит в 1 полугодии 2010г. показал 32% рост продаж, опередив основных конкурентов (X5 увеличила выручку на 19%, а рост рынка составил лишь 3.4%), благодаря 28% увеличению торговых площадей. Однако в 1 квартале валовая маржа снизилась по сравнению с 2009г., а рентабельность по EBITDA составила 7.6% против 8.9-9.3% на протяжении 2009г. Как и X5, Магнит сдерживал рост среднего чека в 1 полугодии, что положительно отразилось на числе покупателей во 2 кв. 2010г.
- ✓ На наш взгляд, для обеих компаний основными драйверами роста будут увеличение числа магазинов и баланс между повышением цен и ростом числа покупателей. Мы ожидаем, что в 2010-2014гг. X5 будет расширять площади со средним темпом 13% в год, а Магнит – на 20% в год (15% без учета гипермаркетов). Мы прогнозируем рост продаж на уровне 30% для Магнита и более 26% для X5 в рублевом выражении. Данные 1 полугодия, на наш взгляд, свидетельствуют о том, что покупатели остаются чувствительны к ценовым предложениям.
- ✓ Росстат завершил оценку долей ритейлеров на локальных рынках, не выявив случаев доминирования. Для X5, которая считалась доминирующим игроком на рынке Санкт-Петербурга, и для Магнита, занимающего значительные доли на более мелких региональных рынках, это стало хорошей новостью.
- ✓ Мы обновляем наши оценки с учетом последних финансовых и операционных результатов компаний, а также наших новых макропрогнозов. Мы считаем, что более высокие темпы развития Магнита учтены в цене и рекомендуем Держать его бумаги с целевой ценой \$97.6 за акцию (\$19.5 за ГДР). Мы рекомендуем Покупать X5 и оцениваем ее справедливую стоимость в \$44.8 за ГДР, что на 26% выше рынка.

**FIVE  
MGNT**
**Покупать \$44.8▲26%  
Держать \$97.6\*▲3%**

#### Группа X5

Капитализация, \$млн	9 671
EV, \$млн	11 210
Акции в своб. обращ., %	27%

#### ГДР

- тикер (LSE)	FIVE
- количество, млн	271.6
- цена, \$	35.6
- справедливая цена, \$	44.8
- потенциал, %	26%
- предыдущая оценка, \$	37.5

МСФО, \$млн	09	10o	11o	12o
Выручка	8 717	11 565	13 814	17 448
EBITDA	736	894	1 113	1 490
- рент-сть, %	8.4%	7.7%	8.1%	8.5%
Чистая приб.	165	381	447	702
- рент-сть, %	1.9%	3.3%	3.2%	4.0%
Доход на ГДР, \$	0.61	1.40	1.65	2.59
EV/Выручка	1.29	0.97	0.81	0.64
EV/EBITDA	15.23	12.54	10.07	7.52
Цена/Прибыль	58.49	25.36	21.61	13.77

#### Магнит

Капитализация, \$млн	8 453
EV, \$млн	8 494
Акции в своб. обращ., %	45%

#### Обыкновенные акции

- тикер (PTC)	MGNT
- количество, млн	89.0
- покупка-продажа, \$	94.0-96.0
- справедливая цена, \$	97.6
- потенциал, %	3%
- предыдущая оценка, \$	62.1

#### Другие биржи

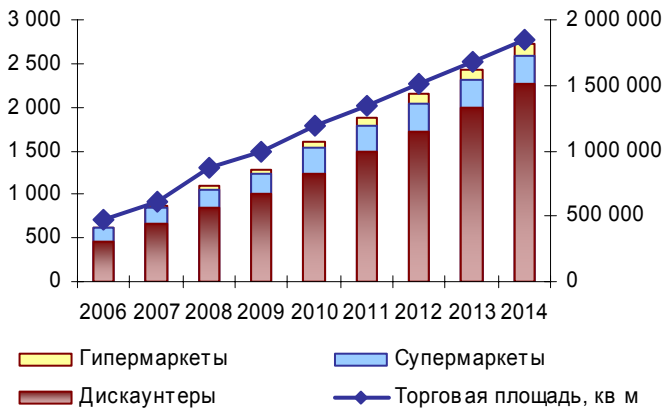
LSE (5 ГДР = 1 акция)	MGNT
- цена, \$	20.4

МСФО, \$млн	09	10o	11o	12o
Выручка	5 354	7 795	9 663	12 501
EBITDA	495	654	807	1 109
- рент-сть, %	9.3%	8.4%	8.3%	8.9%
Чистая приб.	275	362	412	566
- рент-сть, %	5.1%	4.6%	4.3%	4.5%
Доход на акц., \$	3.09	4.06	4.63	6.37
EV/Выручка	1.70	1.17	0.94	0.73
EV/EBITDA	18.38	13.93	11.29	8.21
Цена/Прибыль	30.72	23.37	20.54	14.92

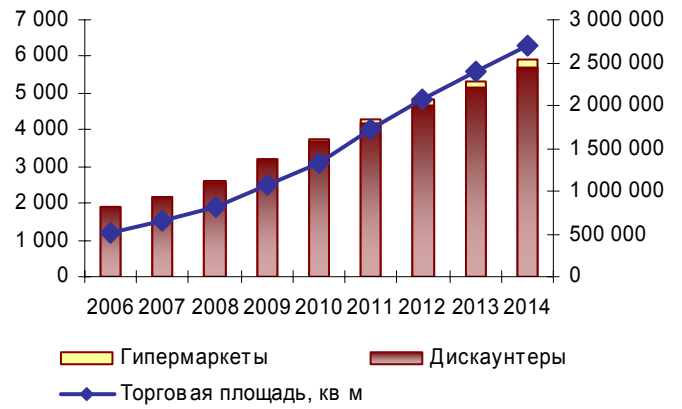
\* оценка для обыкновенных акций

**Количество магазинов и торговая площадь**

**Группа X5**



**Магнит**

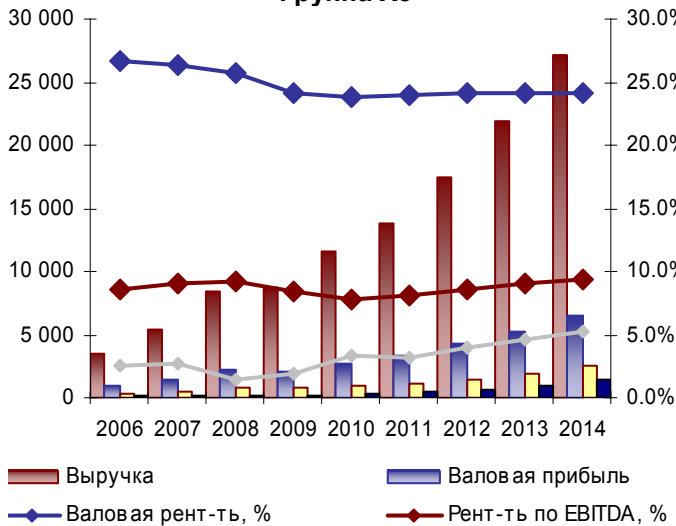


Источник: данные компании, оценки РМГ

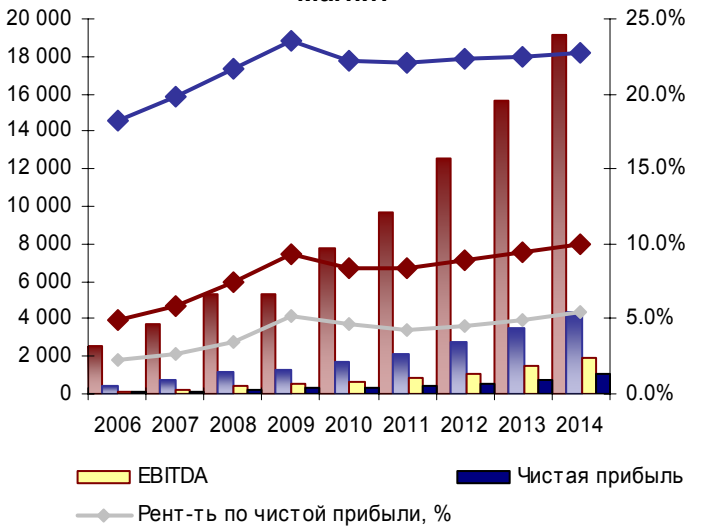
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Финансовые показатели, млн. \$**

**Группа X5**



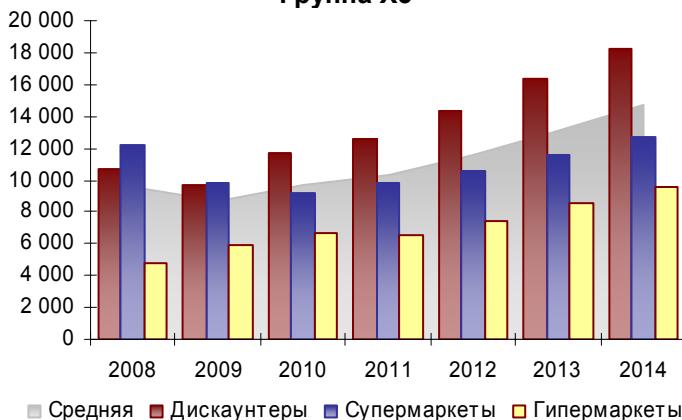
**Магнит**



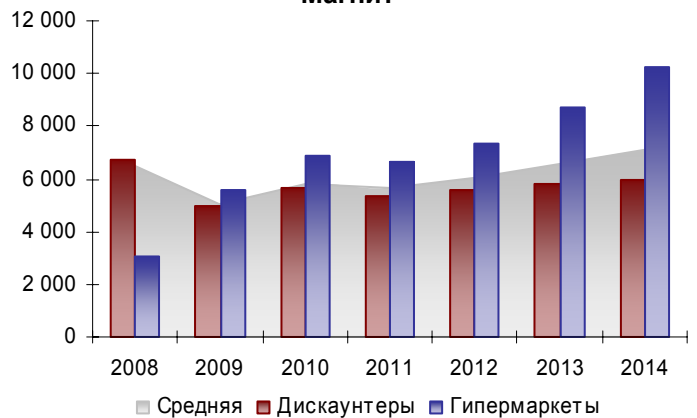
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Выручка с квадратного метра, \$**

**Группа X5**



**Магнит**



Источник: данные компании, оценки РМГ

Источник: данные компании, оценки РМГ

## Оценка Группы X5

## Финансовые показатели, \$ млн

	2006	2007	2008	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
Выручка дискаунтеров	1 961	2 947	4 464	4 676	6 600	8 138	10 568	13 587	17 144
Выручка супермаркетов	1 255	1 945	2 702	2 307	2 745	3 090	3 455	3 904	4 436
Выручка гипермаркетов	245	393	1 120	1 688	2 158	2 513	3 333	4 315	5 380
<b>Общая выручка</b>	<b>3 485</b>	<b>5 320</b>	<b>8 353</b>	<b>8 717</b>	<b>11 565</b>	<b>13 814</b>	<b>17 448</b>	<b>21 923</b>	<b>27 103</b>
Себестоимость	2 557	3 917	6 206	6 610	8 812	10 499	13 226	16 617	20 544
Валовая прибыль	929	1 404	2 147	2 108	2 752	3 315	4 222	5 305	6 559
Валовая рент-ть, %	26.7%	26.4%	25.7%	24.2%	23.8%	24.0%	24.2%	24.2%	24.2%
Общие, комм. и администр. расходы	759	1 135	1 699	1 741	2 255	2 678	3 305	4 016	4 790
в % от выручки	21.8%	21.3%	20.3%	20.0%	19.5%	19.4%	18.9%	18.3%	17.7%
Операционная прибыль	210	337	-1 714	468	625	789	1 109	1 530	2 067
Рент-ть по опер. прибыли, %	6.0%	6.3%	-20.5%	5.4%	5.4%	5.7%	6.4%	7.0%	7.6%
ЕБИТДА	297	479	768	736	894	1 113	1 490	1 971	2 544
Рент-ть по ЕБИТДА, %	8.5%	9.0%	9.2%	8.4%	7.7%	8.1%	8.5%	9.0%	9.4%

Источник: данные компании, оценки РМГ

## Прогноз денежных потоков, \$ млн

	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
ЕБИТ	624.8	789.3	1 109.1	1 530.0	2 067.2
+ Износ и амортизация	264.0	317.7	373.3	432.6	467.8
- Налог на прибыль	127.1	173.7	221.8	306.0	413.4
- Капвложения	562.7	527.5	510.0	485.5	478.1
- Изм. оборотного капитала	-169.4	-231.7	-296.2	-218.4	-228.2
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>368.4</b>	<b>637.5</b>	<b>1 046.7</b>	<b>1 389.5</b>	<b>1 871.7</b>

Источник: оценки РМГ

## Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	11.0%
Коэффициент β	1.67
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	0.5%
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>16.2%</b>
Доля заемного капитала, %	52.4%
Доля акционерного капитала, %	47.6%
<b>WACC</b>	<b>12.33%</b>

Источник: оценки РМГ

## Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	3.0%
Терминальная стоимость, \$ млн	18 267
Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн	10 216
Σ дисконт. ден. потоков за 2010-2014, \$ млн	3 491
Справед. EV, \$ млн	13 707
Чистый долг, \$ млн	1 539
Справед. капитализация, \$ млн	12 168
Количество ГДР, млн	271.6
<b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>	<b>44.8</b>

Источник: данные компании, оценки РМГ

## Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	11.0%	11.5%	12.0%	12.33%	12.5%	13.0%	13.5%
2.0%	48.7	45.5	42.6	40.8	39.9	37.6	35.4
2.5%	51.3	47.8	44.6	42.7	41.8	39.2	36.9
<b>3.0%</b>	<b>54.3</b>	<b>50.3</b>	<b>46.9</b>	<b>44.8</b>	<b>43.8</b>	<b>41.0</b>	<b>38.4</b>
3.5%	57.6	53.2	49.4	47.1	46.0	42.9	40.2
4.0%	61.4	56.5	52.2	49.7	48.5	45.1	42.1

Источник: оценки РМГ

## Оценка Магнита

### Финансовые показатели, \$ млн

	2006	2007	2008	2009	2010o	2011o	2012o	2013o	2014o
Выручка дискаунтеров	2 461	3 645	5 153	4 911	6 589	7 257	8 595	10 102	11 830
Выручка гипермаркетов	0	3	173	435	1 198	2 397	3 906	5 546	7 339
<b>Общая выручка</b>	<b>2 505</b>	<b>3 677</b>	<b>5 348</b>	<b>5 354</b>	<b>7 795</b>	<b>9 663</b>	<b>12 501</b>	<b>15 648</b>	<b>19 169</b>
Себестоимость	2 048	2 947	4 188	4 097	6 066	7 529	9 715	12 129	14 820
Валовая прибыль	457	730	1 160	1 257	1 730	2 134	2 786	3 519	4 349
Валовая рентабельность, %	18.2%	19.9%	21.7%	23.5%	22.2%	22.1%	22.3%	22.5%	22.7%
Общие, комм. и администр. расходы	361	567	850	863	1 212	1 532	1 969	2 404	2 880
в % от выручки	14.4%	15.4%	15.9%	16.1%	15.6%	15.9%	15.7%	15.4%	15.0%
Операционная прибыль	96	163	309	394	517	602	817	1 115	1 469
Рентабельность по опер. прибыли, %	3.8%	4.4%	5.8%	7.4%	6.6%	6.2%	6.5%	7.1%	7.7%
ЕБИТДА	125	216	397	495	654	807	1 109	1 485	1 908
Рентабельность по ЕБИТДА, %	5.0%	5.9%	7.4%	9.3%	8.4%	8.3%	8.9%	9.5%	10.0%

Источник: данные компании, оценки РМГ

### Прогноз денежных потоков, \$ млн

	2010o	2011o	2012o	2013o	2014o
ЕБИТ	517.1	602.2	817.3	1 114.8	1 468.3
+ Износ и амортизация	136.6	204.4	291.4	370.3	438.5
- Налог на прибыль	96.1	109.4	150.5	207.4	275.7
- Капвложения	808.2	974.5	876.2	770.3	848.8
- Изм. оборотного капитала	-74.3	-55.9	-115.2	-164.3	-165.9
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>-176.4</b>	<b>-221.4</b>	<b>197.2</b>	<b>671.7</b>	<b>948.1</b>

Источник: оценки РМГ

### Расчет WACC

Стоимость заемного капитала	<b>10.0%</b>
Коэффициент β	1.1
Безрисковая ставка	7.0%
Рыночная премия	5.0%
Специфическая премия компании	0.5%
Стоимость акционерного капитала	<b>13.0%</b>
Доля заемного капитала, %	22.7%
Доля акционерного капитала, %	77.3%
<b>WACC</b>	<b>11.81%</b>

Источник: оценки РМГ

### Расчет справедливой цены

Темп роста в терминальном периоде, %	3.0%
Терминальная стоимость, \$ млн	13 729
Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн	7 856
Σ дисконт. ден. потоков за 2010-2014, \$ млн	870
Справед. EV, \$ млн	8 726
Чистый долг, \$ млн	41
Справед. капитализация, \$ млн	8 685
Количество акций, млн	89.0
<b>Справедливая стоимость 1 акции, \$</b>	<b>97.6</b>
<b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>	<b>19.5</b>

Источник: данные компании, оценки РМГ

### Матрица чувствительности (справ. цена в \$)

Темп роста в терминальном периоде, %	WACC, %						
	10.5%	11.0%	11.5%	<b>11.81%</b>	12.0%	12.3%	12.5%
2.0%	106.0	98.4	91.7	87.8	85.7	82.2	80.2
2.5%	112.5	104.1	96.7	92.5	90.1	86.3	84.1
<b>3.0%</b>	<b>119.9</b>	<b>110.5</b>	<b>102.3</b>	<b>97.6</b>	<b>95.0</b>	<b>90.8</b>	<b>88.5</b>
3.5%	128.3	117.8	108.6	103.4	100.5	95.9	93.3
4.0%	138.1	126.1	115.7	109.9	106.6	101.5	98.7

Источник: оценки РМГ

## Сравнительный анализ

## Мультипликаторы компаний-аналогов

	Страна	Кап-я, \$млн	Чистый долг, \$млн	EV/ Выручка		EV/ ЕБИТДА		Цена/ Прибыль	
				2010о	2011о	2010о	2011о	2010о	2011о
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Walmart De Mexico-Ser V	Мексика	41 994	-1 489	1.5	1.3	15.0	12.4	26.1	21.8
Cencosud SA	Чили	11 812	2 070	1.2	1.1	14.7	12.7	29.7	24.3
Shinsegae Co Ltd	Ю. Корея	8 562	3 277	1.3	1.2	10.6	9.8	10.4	13.7
Shoprite Holdings Ltd	ЮАР	6 351	-359	0.7	0.6	10.9	9.4	21.7	18.4
President Chain Store Corp	Тайвань	3 350	-27	1.0	0.9	14.2	12.8	21.1	19.9
Wumart Stores Inc-H	Китай	2 652	-866	0.4	0.4	10.7	8.9	29.2	23.4
Lianhua Supermarket Hldgs -H	Китай	2 509	-105	1.2	1.0	15.4	12.5	29.2	23.3
<b>медиана</b>				<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>12.5</b>	<b>11.1</b>	<b>23.9</b>	<b>20.8</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Wal-Mart Stores Inc	США	188 747	34 943	0.5	0.5	7.2	6.7	13.5	12.6
Tesco PLC	Великобритания	48 323	15 954	0.7	0.7	8.7	7.9	13.2	11.9
Carrefour SA	Франция	31 392	13 046	0.4	0.4	6.8	6.2	15.2	13.1
Metro AG	Германия	18 078	6 019	0.3	0.3	5.2	4.8	14.8	12.1
Kroger Co	США	13 156	7 800	0.3	0.3	5.7	5.5	12.2	11.8
Sainsbury (J) PLC	Великобритания	9 770	2 437	0.4	0.4	7.1	6.5	15.5	13.7
Delhaize Group	Бельгия	7 826	3 217	0.4	0.4	5.2	4.9	10.5	9.6
Safeway Inc	США	7 959	4 430	0.3	0.3	5.0	4.8	12.2	11.4
Axfood AB	Швеция	1 489	24	0.3	0.3	6.4	6.0	13.0	12.2
<b>медиана</b>				<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>13.0</b>	<b>12.1</b>
<b>Российские компании</b>									
Группа X5		9 671	1 539	1.0	0.8	12.5	10.1	25.4	21.6
Магнит (акции)		8 453	41	1.1	0.9	13.0	10.5	23.4	20.5
Магнит (ГДР)		9 075		1.2	0.9	13.9	11.3	25.1	22.1

Источник: данные компании, Блумберг, оценки РМГ

---

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

---

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2010