

X5 — практически безупречная бизнес-модель

ПАО «Корпоративный центр ИКС 5» (X5, ранее X5 Group) — ведущий представитель сектора розничной торговли в России. Группа управляет торговыми сетями «Пятёрочка», «Перекрёсток» и «Чижик». Группу можно назвать «всепогодной», она работает в защитном секторе экономики и слабо подвержена внешним рискам. X5 успешно завершила процесс редомициляции, а значит самое время разобрать перспективы бизнеса и оценить возможные дивиденды.

ПАО «Корпоративный центр ИКС 5»

X5

Целевая цена

3900 ₽

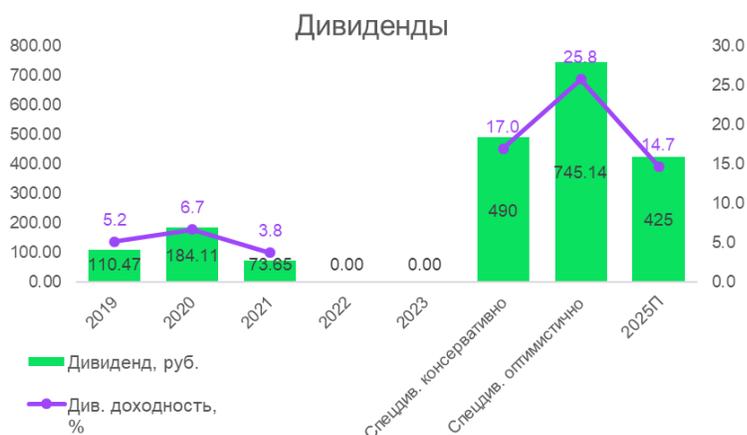
Текущая цена одной акции, X5		2 890 ₽		
Рыночная капитализация, млн		784 837 ₽		
Финансовые показатели	9М 2023	9М 2024	2023	2024П
Выручка, млн ₽	2264643	2830267	3145859	3908047
<i>Изменение, г/г</i>	19%	25%	21%	24%
ЕБИТДА, млн ₽	163212	202191	217952	269655
<i>Рентабельность по ЕБИТДА, %</i>	7,2%	7,1%	6,9%	6,9%
Чистая прибыль, млн ₽	71250	94550	90284	113333
<i>Маржа по чистой прибыли, %</i>	3%	3%	3%	3%
Чистый долг, млн ₽	80535	35489	71378	35489
Форвардные мультипликаторы, прогноз на 2025 г.		Магнит	Лента	X5 Group
EV/ЕБИТДА	3,9	2,7	2,7	
P/E	6,7	5,6	5,0	
Net Debt/ЕБИТДА	1,5	1,5	0,6	

Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

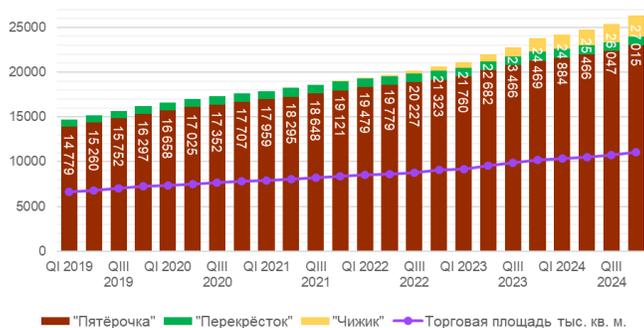


На Московской бирже 9 января 2025 года возобновились торги акциями X5. В период нахождения компании вне российской юрисдикции дивиденды не выплачивались, в результате чего на балансе компании сформировалась внушительная позиция в наличности, в то время как долговая нагрузка сократилась, а инвестиции в региональное расширение сети увеличились. На данном этапе процесс редомициляции завершен, и внимание инвесторов теперь сфокусировано на потенциальных дивидендах.

Ранее менеджмент заявлял, что накопленные денежные средства принадлежат акционерам и будут направлены на выплату дивидендов и обратный выкуп акций. По состоянию на конец III квартала 2024 года позиция в наличности на балансе, предположительно, выражалась в краткосрочных депозитах на общую сумму 159,8 млрд руб. С учётом текущей ставки, эта позиция может увеличиться до 167 млрд руб. на конец 2024 года. Тем не менее мы придерживаемся консервативных оценок на основе последних доступных данных. Можно предположить, что часть наличных средств будет использована для выкупа оставшихся у нерезидентов акций (около 10,2% акционерного капитала). Цена выкупа пока не определена правкомиссией. В компании полагают, что в цене будет учитываться дисконт в размере 60% к цене закрытия торгов депозитарными расписками в апреле. Дополнительно к этому 35% от суммы выкупа потребуются уплатить в бюджет. После всех вычетов и корпоративных действий на выплату дивидендов останется в общей сложности 119,8 млрд руб., а количество акций сократится до 243,8 млн. На основе консервативной оценки дивиденд может составить около 490 руб. на одну акцию, что соответствует дивидендной доходности 17% к текущим котировкам (на момент подготовки обзора). В более позитивном сценарии можно ожидать, что остаток в наличности увеличится в последующие отчётные периоды за счёт процентов и за счёт операционных доходов, и в этом случае размер дивиденд может составить 745 руб. на одну акцию, а дивидендная доходность — около 25,8%.



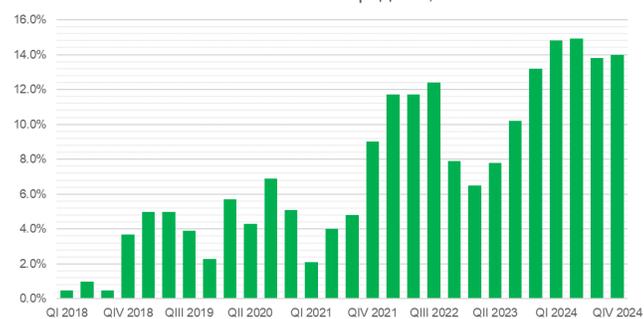
Количество магазинов



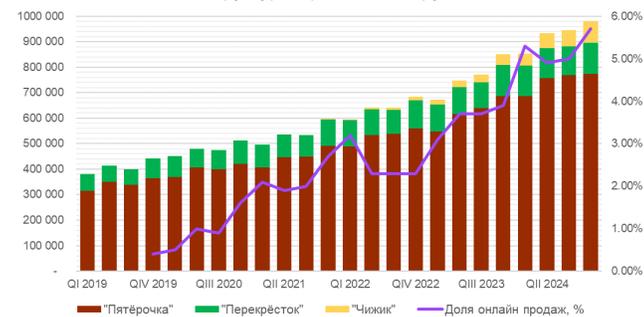
Плотность продаж



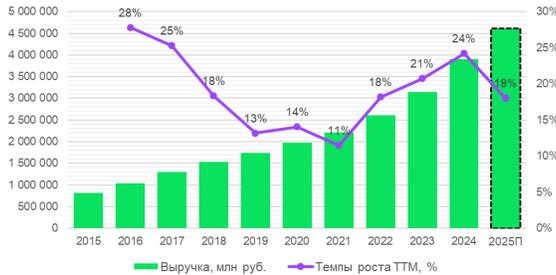
Сопоставимые продажи, г/г



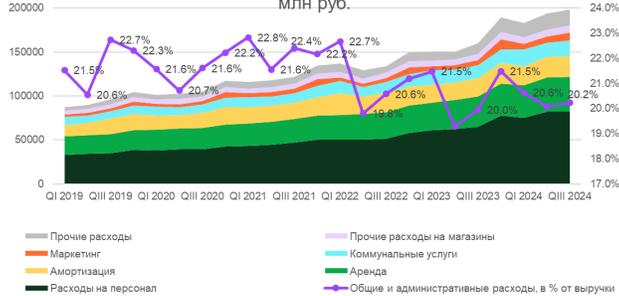
Структура продаж, млн руб.



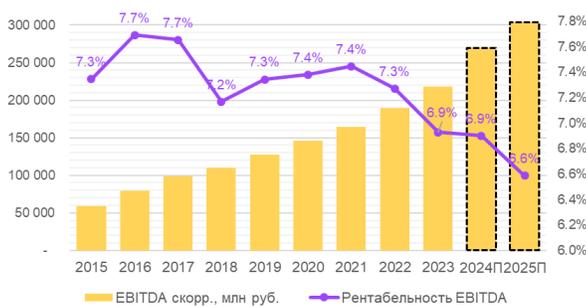
Выручка



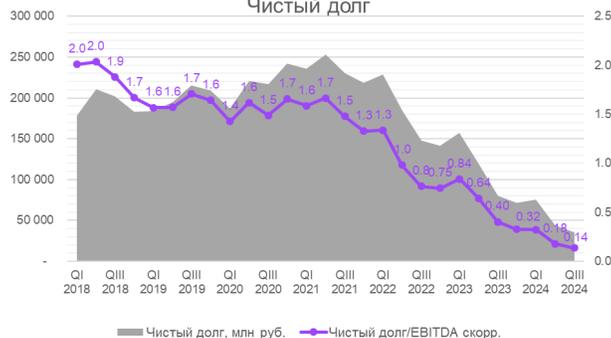
Коммерческие, общие и административные расходы, млн руб.



ЕБИТДА



Чистый долг



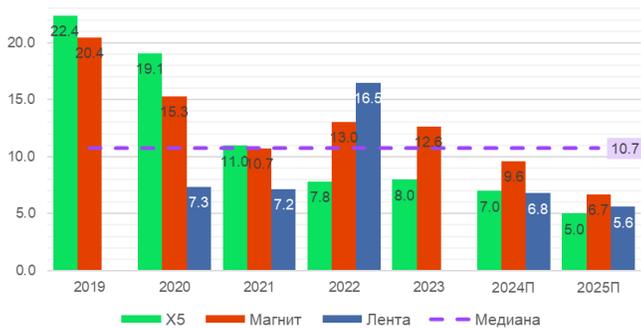
Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Финансовые результаты.

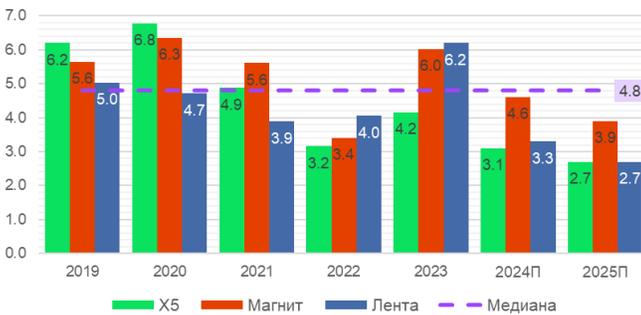
- ◆ На фоне дальнейшего увеличения торговой площади и сопоставимых продаж выручка в IV квартале 2024 года выросла на 22,3% по сравнению с IV кварталом 2023 года. Чистая розничная выручка сети «Чижик» в IV квартале 2024 года выросла на 101,4% за год и продолжает увеличиваться. Онлайн-бизнесы группы продолжают набирать обороты, чистые продажи увеличились на 47% за год, при этом доля онлайн-продаж в общей структуре выручки возросла до 5,7%. По итогам 2024 года общая выручка превысила наши ожидания и составила 3908 млрд руб., что на 24,2% больше, чем годом ранее. Ожидаем, что в 2025 году выручка продолжит расти двузначными темпами и повысится еще на 18-20%.
- ◆ Из отчетов ряда других компаний ритейл-сектора можно заключить, что один из главных вызовов, с которым сталкивались компании в 2024 году – это нехватка операционного персонала. В этом контексте группе удалось частично компенсировать рост расходов на оплату труда за счёт автоматизации в магазинах и в логистике, а также внедрения дневной и ночной бесконтактной сборки заказов. Это, наряду с ростом продаж, позволило удержать долю коммерческих, общих и административных расходов на уровне 20,2% от выручки.
- ◆ Ожидаем, что по итогам 2024 года выручка ЕБИТДА вырастет на 23,7%, при этом маржинальность сохранится на уровне 6,9%. В 2025 году менеджмент группы прогнозирует падение маржинальности до 6,6%, как более разумному уровню рентабельности на ближайшие годы. Причина более низкой маржи – высокие затраты: инфляция заработных плат 18%, инфляция в логистике 30%, оба этих показателя обгоняют инфляцию цен на продукты питания.
- ◆ Чистая прибыль в III квартале 2024 года выросла на 19% по сравнению с III кварталом 2023 года. По итогам 2024 года ожидаем увеличения прибыли на 25,5% по сравнению с 2023 годом.
- ◆ Отрицательный эффект от финансовых доходов и расходов в III квартале 2024 года снизился на 90,4% по сравнению с III кварталом 2023 года до 198 млн руб. на фоне увеличения процентных доходов, начисленных по возросшим краткосрочным финансовым вложениям. Частично это компенсировало возросшие расходы по процентам в связи с ростом процентных ставок на российском рынке капитала. Как следствие чистый долг в III квартале стал практически отрицательным.

ЦИФРА брокер

Коэффициент P/E



Коэффициент EV/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Оценка. Отметим, что акции X5 пропустили всю коррекцию на российском рынке из-за временной заморозки торгов по ним. Несмотря на это, по мультипликаторам акции X5 оцениваются ниже, чем, например, главный конкурент — Магнит, хотя акции Магнита скорректировались на 44% с прошлогодних максимумов. Оценка по форвардным мультипликаторам на 2025 год выглядит еще более привлекательно: P/E 5x, EV/EBITDA 2,7x, при том что мы учитываем в модели снижение рентабельности и повышение налоговой нагрузки. С учётом текущих доходностей ОФЗ, целевой ориентир составляет 3900 руб. за одну акцию X5 на горизонте 12 месяцев, по нашей оценке.

Риски. Мы выделяем два основных риска. Первый — это выплата дивидендов ниже самых консервативных оценок или вообще их отмена. Тем не менее шансы на реализацию такого риска не велики, группа сохраняет планы по выплате промежуточных дивидендов за прошлые периоды и может последовать по пути лучших практик Хэдхантера и «Мать и Дитя», нежели ЕМЦ. Второй риск — галопирующая инфляция. Если Банк России раньше времени перейдёт к снижению ставки, или мы увидим резкое падение котировок на нефть с последующей сильной девальвацией, всё это может спровоцировать неконтролируемый рост инфляции. В этом случае ритейлерам будет сложно перекладывать издержки на счёт потребителей, что негативно скажет на маржинальности.

Итог. «Корпоративный центр ИКС 5» отличают стабильность бизнеса и умение адаптироваться под разные экономические условия, в том числе и проинфляционные. За последние 10 лет среднегодовые темпы роста выручки составили 20% и могут сохраниться на этом уровне и в текущем году. Компания продолжает экспансию в регионах, увеличивает торговые площади и добивается повышения трафика. Менеджменту удаётся держать под контролем операционные расходы и перекладывать инфляцию на счёт потребителей. В предполагаемом снижении маржинальности до 6,6% нет ничего неприятного, т. к. такой уровень рентабельности примерно соответствует средним значениям этого показателя за последние 10 лет. Низкая долговая нагрузка, промежуточные дивиденды и высокая потенциальная дивидендная доходность за 2025 год подчеркивают привлекательность акций X5 для долгосрочных инвестиций.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.