

## X5 (ВЫШЕ РЫНКА)

### Уход Наумовой возобновил опасения по поводу перестановок в менеджменте

**Рынок акций**  
**Розничные сети**  
26 апреля 2018 г.

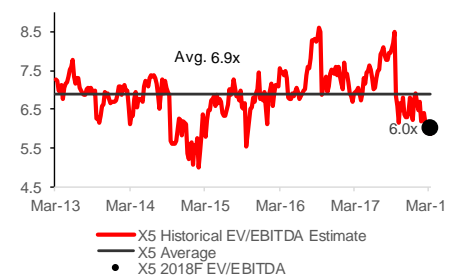
**Вывод**

X5 вчера объявила о том, что гендиректор Пятерочки Ольга Наумова покинула свой пост. Мы считаем это событие негативным, так как оно может сигнализировать о некоторых внутренних проблемах в этом подразделении или в самой компании. Тем не менее, бумаги X5 по-прежнему являются нашей топ-акцией в российском розничном секторе. Учитывая их недооцененность и недавнюю коррекцию (акции подешевели на 8% после публикации операционных результатов за 1K18 с отрицательным LfL-трафиком в гипермаркетах и дискаунтерах, тогда как индекс РТС не изменился), мы считаем текущие уровни привлекательными для покупки. Мы также считаем, что включение акций в расчетную базу индекса MSCI в мае 2018 г. поддержит котировки технически. Таким образом, мы подтверждаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

Bloomberg ticker	FIVE LI
Rating	O/W
Closing price, \$	29.0
Target price, \$	44.2
Return to TP	52.4%

Дата ценообразования: 25 апреля 2018 г.  
закрытие рынка

#### 12M forward X5 EV/EBITDA



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Инвестиционный анализ**

**Пять лет успеха.** Ольга Наумова пришла в X5 в мае 2013 г.; именно ей обязаны своей успешностью формат дискаунтеров и план переоборудования магазинов. За время ее пребывания в должности формат "Пятерочка" достиг впечатляющих результатов:

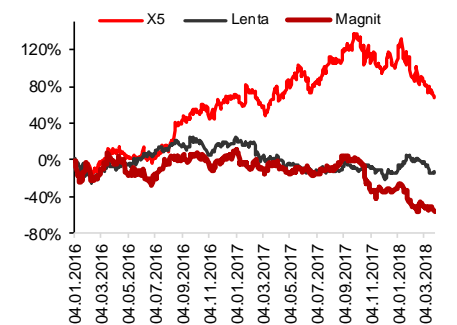
- Выручка выросла на 187% в 2013-2017 гг., при этом среднегодовые темпы роста в этот период составили 30%;
- EBITDA сегмента подскочила на 152% с 2014 г.;
- Доля свежей продукции в ассортименте выросла, что привело к увеличению трафика;
- Почти все магазины были переоборудованы к концу 2017 г.;
- Торговые площади увеличились на 175% с 3К13, а количество открытых магазинов выросло в три раза за этот период.

**Долгосрочная программа мотивации.** Ольга Наумова выходит из своей доли в долгосрочной программе мотивации сотрудников. По условиям существующей программы, цели по второй ступени программы были достигнуты в 2017 г., и компания планирует сохранить полученные результаты до конца 2018 г., с выплатами в 2019 г.

**Телефонная конференция.** Гендиректор X5 Игорь Шехтерман ответит на вопросы, связанные с уходом Ольги Наумовой, в ходе телефонной конференции по финансовым результатам за 1K18 по МСФО сегодня в 14:00 по лондонскому времени (16:00 МСК).

**Негативная реакция рынка на перестановки в руководстве.** Перестановки в топ менеджменте в X5 всегда вызывали опасения у инвесторов. В этот раз рынок также негативно отреагировал на эту новость, и ГДР подешевели на 6,5% после ее публикации.

#### Динамика акций



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Оценка и риски**

**Оценки стоимости.** X5 сейчас торгуется по коэффициенту 2018P EV/EBITDA на уровне 6,0x, что предполагает привлекательный дисконт 13% к историческому среднему показателю. Наша РЦ на горизонте 12 месяцев составляет \$44,2/ГДР с потенциалом роста 52,4%. Таким образом, мы подтверждаем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА** и полагаем, что текущие уровни привлекательны для покупки.

**Риски.** К главным рискам понижения нашей оценки относятся: 1) дальнейшее ухудшение макроэкономической конъюнктуры в России, которое приведет к оттоку покупателей из гипермаркетов, снижению трафика и, следовательно, выручки и рентабельности; и 2) эффект каннибализации, который может оказать давление на рентабельность.

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

### Аналитический отдел

Телефон/Факс

Руководитель Аналитического департамента  
Макроэкономика  
Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Перевод  
Редактор  
Техническая поддержка

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Борис Красноженов  
Наталия Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева  
Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Александра Мельникова, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис  
Гельды Союнов, Алан Казиев  
Анна Мартынова  
Джон Волш  
Денис Дорофеев

### Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам  
Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шапшаров, Александр Зорov  
(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, в которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.