

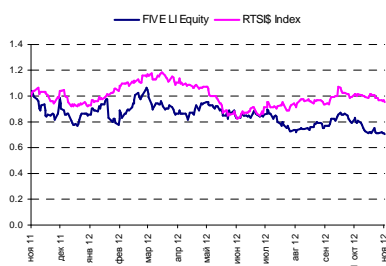
Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

## X5 Retail Group – снижение целевой цены

**Мы снижаем нашу целевую цену акций X5 Retail Group с \$31,2 до \$23,8 и сохраняем рекомендацию «Держать».**

X5 Retail Group	
Тикер Bloomberg	FIVE LI
Цена, \$	18.8
Кол-во GDR, шт.	271 572 872
МСар, \$ млн.	5 106
EV, \$ млн.	8 631
Целевая цена, \$	23.8
Потенциал роста, %	27%
Рекомендация	Держать

\$ млн	2011	2012П
Выручка	15 455	15 816
EBITDA	1 130	1 098
Чистая прибыль	302	276
P/S	0.3	0.3
P/E	16.9	18.5
EV/EBITDA	7.6	7.9



- Темпы роста выручки X5 Retail Group в 3 квартале не оправдали ожиданий. Компании не удалось преодолеть снижение трафика в сопоставимых магазинах, что оказало основное давление на оборот. Рост выручки за квартал составил в рублях 10%, оставшись на уровне 2 квартала года. По итогам 9 месяцев года розничный оборот компании увеличился лишь на 8%.
- Результаты сопоставимых магазинов в 3 квартале отразили снижение LFL-выручки на 0,7% в связи с сокращением трафика на 2,5% при росте среднего чека на 1,8%. За 9 месяцев года LFL-выручка снизилась на 1,9%, трафик сократился на 2,8% при росте среднего чека на 0,9%. Наиболее негативную динамику продемонстрировали гипермаркеты сети, LFL-выручка которых снизилась на 12,1%.
- После публикации операционных результатов 3 квартала компания снизила годовой прогноз роста выручки до 7-9%. Между тем, еще в начале года прогноз предполагал рост на 15-20%, затем был скорректирован до 15%, а уже в августе менеджмент X5 выразил сомнения в достижении и этого показателя.
- За 9 месяцев 2012 года X5 открыла (с учетом закрытий) 470 новых магазинов, увеличив торговую площадь на 8% с начала года и на 14% за 12 месяцев. По итогам года компания ожидает рост торговых площадей на 16-18% (против прежнего прогноза на уровне 18%), однако прогноз капвложений был снижен с 40-45 млрд.рублей до 30 млрд.рублей.
- Рентабельность деятельности компании в текущем году не претерпела существенных изменений, валовая рентабельность по итогам 1 полугодия составила 23,6% (на уровне первой половины 2011 года), а рентабельность по EBITDA составила 7,1%, на 10 б.п. ниже, чем годом ранее. Однако в ходе телеконференции по операционным результатам 3 квартала менеджмент сообщил, что в 3 квартале 2012 года рентабельность была под давлением.
- Продолжающиеся перестановки в руководстве компании также не добавляют инвесторам оптимизма. 13 июля 2012 года было объявлено об уходе со своего поста главного исполнительного директора X5 Retail Group Андрея Гусева, заменившего Льва Хасиса только в марте 2011 года. И преемник до сих пор не найден. Также в августе текущего года компанию покинули руководитель направления гипермаркетов и директор по логистике.
- Мы снизили наш прогноз выручки X5, в первую очередь, в связи с коррекцией прогноза количества покупателей. Прогноз показателей рентабельности также был немного снижен вследствие ожидаемого роста доли фиксированных издержек в выручке.
- Мы снижаем нашу целевую цену акций X5 Retail Group с \$31,2 до \$23,8 за GDR.
- Несмотря на существующий потенциал роста до целевой цены, мы сохраняем по акциям X5 рекомендацию «Держать». Среди основных факторов, ограничивающих инвестиционную привлекательность бумаг в настоящее время, мы выделяем неопределенность относительно изменений в руководстве компании и относительно успешности усилий компании по улучшению операционных показателей.

### За 9 месяцев 2012 года розничная сеть увеличилась на 470 новых магазинов

#### Развитие розничной сети – 470 новых магазинов за 9 месяцев

В 3 квартале текущего года розничная сеть X5 Retail Group продолжила расширяться, причем темпы открытий выросли за счет новых дискаунтеров. В течение июля-сентября компания открыла 174 новых магазина, в том числе 153 дискаунтера, 9 супермаркетов и 13 магазинов у дома. Развитие формата гипермаркета в текущем году остановилось, компания не только не открывала новых магазинов, но и закрыла в июле гипермаркет в Самаре, торговая площадь которого составляла 9,8 тыс.кв.м.

Всего за 9 месяцев 2012 года X5 Retail Group открыла (с учетом закрытия 30 магазинов) 470 новых магазинов, большая часть которых (411 магазинов) пришлось на дискаунтеры. С начала года торговая площадь магазинов сети выросла на 8%, до 1865 тыс.кв.м. За год (по сравнению с 30.09.2011) торговая площадь магазинов сети выросла на 13,6%.

Наиболее динамичный рост торговых площадей демонстрирует сегмент магазинов у дома, что отчасти связано и с эффектом низкой базы. Основной же рост по-прежнему обеспечивается дискаунтерами сети, торговая площадь которых с начала года увеличилась на 16,3%.

#### Расширение розничной сети в 2012 году

	2011	1Q12	Рост в 1 квартале	1Н12	Рост во 2 квартале	9М12	Рост в 3 квартале	Рост за 9 месяцев года
<b>Количество магазинов</b>								
Гипермаркеты	77	77	0	77	0	76	-1	-1
Супермаркеты	330	337	7	341	4	350	9	20
Дискаунтеры	2525	2643	118	2783	140	2936	153	411
Магазины у дома	70	82	12	97	15	110	13	40
<b>Всего магазинов</b>	<b>3002</b>	<b>3139</b>	<b>137</b>	<b>3298</b>	<b>159</b>	<b>3472</b>	<b>174</b>	<b>470</b>
<b>Торговая площадь</b>								
Гипермаркеты	371	371	0	371	0	361	-9.8	-2.6%
Супермаркеты	347	354	7.1	359	4.3	369	10.5	6.3%
Дискаунтеры	996	1029	32.9	1072	42.9	1114	41.6	11.8%
Магазины у дома	13	15	2.2	18	3.2	21	3.1	67.2%
<b>Всего торговая площадь, тыс.кв.м.</b>	<b>1727</b>	<b>1770</b>	<b>42,3</b>	<b>1820</b>	<b>50,5</b>	<b>1865</b>	<b>45,4</b>	<b>8%</b>

•рост количества магазинов – с учетом закрытий  
Источник: данные компании

### X5 снизила прогноз капвложений, но по-прежнему рассчитывает на рост торговых площадей на 16-18%

В 4 квартале года компания намерена существенно увеличить темпы открытий, что традиционно для розничных компаний. По итогам года X5 рассчитывает нарастить торговую площадь на 16-18%, что предполагает рост в 4 квартале на 140-170 тыс.кв.м. Однако следует отметить, что после публикации операционных результатов 3 квартала компания немного скорректировала прогноз роста торговых площадей в 2012 году, с 18% до 16-18%, и снизила прогноз капвложений с 40-45 млрд.рублей до уровня 30 млрд.рублей.

Отметим также, что в развитии розничной сети X5 сейчас ориентируется скорее на органический рост. Ранее X5 Retail Group, в отличие от своего основного конкурента, компании «Магнит», активно наращивала розничную сеть за счет покупок других компаний. Однако, масштабный процесс интеграции магазинов сети «Копейка», приобретенной X5 в конце 2010 года, а затем и ухудшение операционных показателей, наряду с достаточно высокой долговой нагрузкой, вынудили компанию снизить активность сделок M&A. В 2011-2012 годах компания осуществила лишь несколько покупок небольших региональных сетей. В текущем году также велись переговоры о приобретении крупной новосибирской сети «Холидей Классик», X5 получила одобрение ФАС на сделку, однако в августе менеджмент компании заявил, что переговоры приостановлены.

### Прогноз роста выручки снижен до 7-9%

### Количество покупателей сопоставимых магазинов снижается в течение 5 кварталов подряд

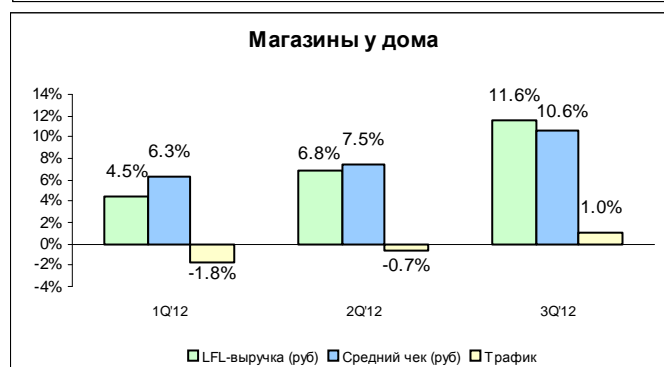
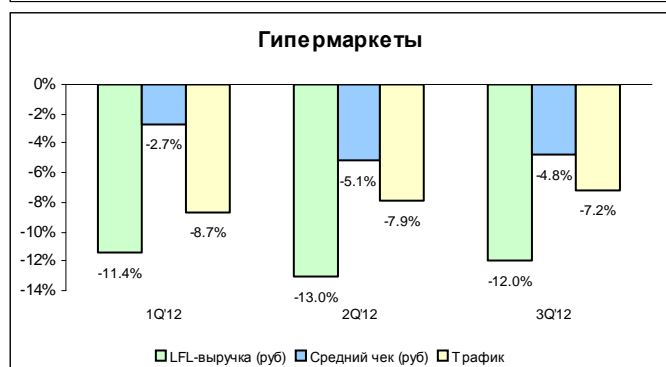
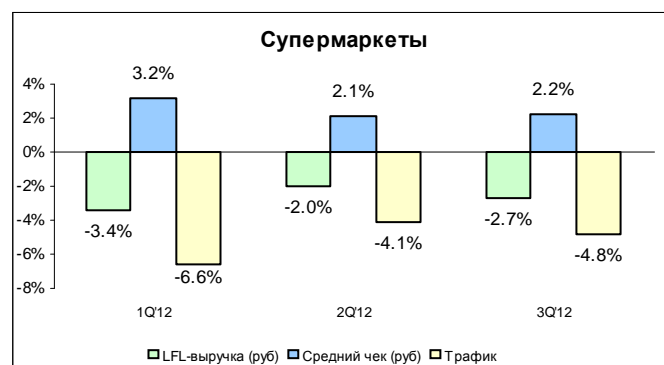
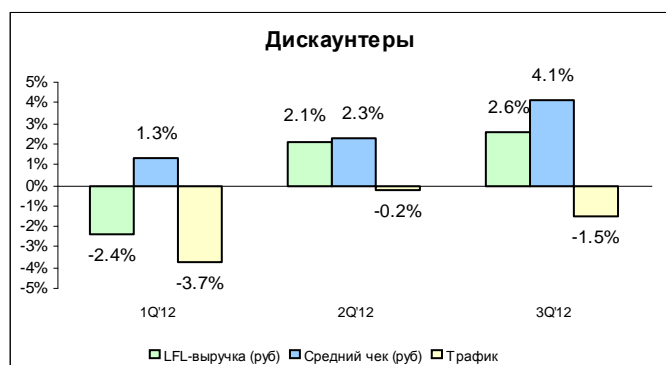
### Слабый рост выручки и снижение прогноза

В текущем году X5 демонстрирует существенное замедление роста выручки, заметно отставая от конкурентов. Особенно слабым был 1 квартал года, когда продажи выросли лишь на 4,4% в рублях. Во 2 и 3 кварталах рост выручки был на уровне 10%. Напомним, что в начале года компания ожидала рост продаж в 2012 году на уровне 15-20%, и еще в середине года компания надеялась на выполнение годового прогноза хотя бы нижней границе. Однако уже в августе менеджмент выразил сомнение в достижении запланированных показателей, а после публикации операционных результатов 3 квартала прогноз роста выручки X5 в 2012 году был снижен до 7-9%.

Основное давление на выручку X5 продолжает оказывать снижение трафика сопоставимых магазинов, продолжающееся уже в течение 5 кварталов, начиная с 3 квартала 2011 года (за исключением магазинов у дома в 3 квартале 2012 года), особенно негативная ситуация сложилась в гипермаркетах розничной сети. Помимо снижения трафика, начавшегося в прошлом году, в 2012 году дополнительное давление на LFL-выручку гипермаркетов стало оказывать и снижение среднего чека. По итогам 9 месяцев 2012 года сопоставимые продажи гипермаркетов снизились на 12,1% при снижении среднего чека на 4,2% и количества покупателей на 7,9%. В компании слабые результаты связывают прежде всего с отменой программы лояльности в гипермаркетах, отмечая при этом, что это положительно сказалось на рентабельности магазинов.

В супермаркетах и дискаунтерах также наблюдался отток покупателей сопоставимых магазинов, снижение за 9 месяцев составило 5,1% и 1,7% соответственно. В итоге в супермаркетах, несмотря на рост среднего чека за 9 месяцев на 2,6%, сопоставимая выручка снизилась на 2,7%. В дискаунтерах же рост среднего чека на 2,4% позволил компенсировать уменьшение трафика, LFL-выручка за 9 месяцев выросла на 0,7%. Наиболее благоприятная ситуация сложилась в магазинах у дома, по итогам 9 месяцев 2012 года LFL-выручка выросла на 7,7% при росте среднего чека на 8,1% и снижении трафика на 0,4%.

### Показатели сопоставимых магазинов по форматам



Источник: данные компании

### Наиболее слабые результаты продаж демонстрируют гипермаркеты сети

Расширение розничной сети, прежде всего в формате дискаунтера, оказало поддержку выручке X5, однако давление со стороны показателей сопоставимых магазинов не позволило достичь запланированных темпов роста. Наиболее слабыми были результаты гипермаркетов. Снижение LFL-выручки наряду с отсутствием новых магазинов (и закрытием одного большого гипермаркета в 3 квартале) привело к снижению продаж гипермаркетов по итогам 9 месяцев года на 9% в рублях, причем во 2 и 3 кварталах падение выручки было на уровне 9,9%. Также в 2012 году снижались продажи онлайн-направления, однако это было связано с изменениями самого сегмента – результаты 2011 года отражают показатели магазинов bolero.ru и 003.ru, проданных в апреле прошлого года, а результаты 2012 года – интернет-магазина компании под брендом E5, запущенного в феврале текущего года.

Достаточно скромные результаты демонстрируют супермаркеты под управлением X5 Retail Group, продажи в этом формате за 9 месяцев 2012 года выросли на 4,7%. Впрочем, во 2 и 3 кварталах ситуация немного улучшилась по сравнению с началом года, рост выручки был на уровне 5,6% и 5,9% соответственно.

Показатели дискаунтеров, основного формата компании, также улучшились после слабых результатов в начале года. Помимо открытия 411 новых магазинов за 9 месяцев года, поддержку выручке сегмента оказало и улучшение показателей сопоставимых магазинов. Рост LFL-выручки дискаунтеров во 2 и 3 кварталах составил 2,1% и 2,6% соответственно, тогда как в течение двух предшествующих кварталов сопоставимые продажи снижались. В результате рост выручки дискаунтеров составил в 3 квартале 15,9%, а за 9 месяцев года – 13,1%.

Магазины у дома под управлением X5 в течение 3 кварталов 2012 года демонстрировали впечатляющие темпы роста, выручка за 9 месяцев выросла на 54%. Однако вклад сегмента в совокупную выручку пока не столь велик, чтобы оказать заметную поддержку динамике продаж розничной сети.

### Динамика выручки по кварталам

	1Q11	1Q12	Изм-е	2Q11	2Q12	Изм-е	3Q11	3Q12	Изм-е	9M11	9M12	Изм-е
Чистый розничный оборот, млн.руб.	111989	116879	4.4%	112198	123447	10.0%	104979	115882	10.4%	329166	356207	8.2%
Гипермаркеты	16352	15166	-7.3%	16662	15010	-9.9%	15729	14166	-9.9%	48743	44342	-9.0%
Супермаркеты	25153	25874	2.9%	24679	26058	5.6%	22782	24130	5.9%	72614	76061	4.7%
Дискаунтеры	69624	74906	7.6%	70087	81200	15.9%	65741	76193	15.9%	205452	232300	13.1%
Магазины у дома	666	907	36%	739	1107	50%	728	1269	74%	2133	3283	53.9%
Онлайн	193	27	-86%	31	72	132%		124		224	222	-1.0%

Источник: данные компании

Исходя из нового прогноза, предполагающего рост выручки X5 за год на 7-9%, в компании не рассчитывают на существенное улучшение ситуации с динамикой выручки до конца года. Прогноз предполагает рост продаж в 4 квартале лишь на 4-11%, что даже по верхней границе незначительно выше, чем результаты 2 и 3 кварталов.

### Рентабельность по EBITDA сохраняется на уровне 7%

Показатели рентабельности X5 Retail Group течение первого полугодия практически не изменились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, однако валовая рентабельность внутри полугодия не отличалась стабильностью. Если в 1 квартале улучшение закупочных условий, в том числе благодаря завершившейся интеграции сети «Копейка», и изменения в структуре продаж позволили компании нарастить валовую рентабельность на 70 б.п. год-к-году, до 24,5%, то во 2 квартале рентабельность снизилась до 22,8%. По нашему мнению, давление на рентабельность оказали изменения в ценовой политике, направленные на улучшение ситуации с трафиком и динамикой выручки. Кроме того, повлиял и рост товарных потерь. По итогам полугодия валовая рентабельность осталась на уровне 1 полугодия прошлого года и составила 23,6%.

Рентабельность по EBITDA в текущем году была стабильна и составила 7,1% в 1 квартале и 7% во 2 квартале 2012 года, по итогам полугодия рентабельность составила 7,1%, на 10 б.п. ниже, чем годом ранее. Операционные издержки в январе-июне 2012 года были на уровне 20,4% от выручки, как и в 1 половине прошлого года. Рост доли расходов на оплату труда (с 8,3% до 8,5% в 1 полугодии), аренду и расходов на магазины, связанный с расширением розничной сети, был компенсирован снижением доли прочих операционных расходов, в частности, в связи со снижением резервов.

#### Операционные издержки как % от выручки

	1H2011	1H2012
Расходы на персонал	8.3%	8.5%
Аренда	3.6%	3.8%
Прочие расходы на магазины	1.3%	1.6%
Амортизация	2.8%	2.7%
Коммунальные расходы	2.2%	2.2%
Услуги третьих сторон	0.7%	0.7%
Прочие расходы	1.5%	0.9%
<b>Всего операционные расходы</b>	<b>20.4%</b>	<b>20.4%</b>

Источник: данные компании

Во время последней телеконференции менеджмент компании сообщил, что в 3 квартале рентабельность компании находилась под давлением. Мы полагаем, что слабая динамика операционных показателей могла вынудить компанию снижать цены для стимулирования трафика, что оказывает давление на валовую рентабельность. Кроме того, рост коммунальных тарифов в 3 квартале также мог оказать негативное влияние на рентабельность.

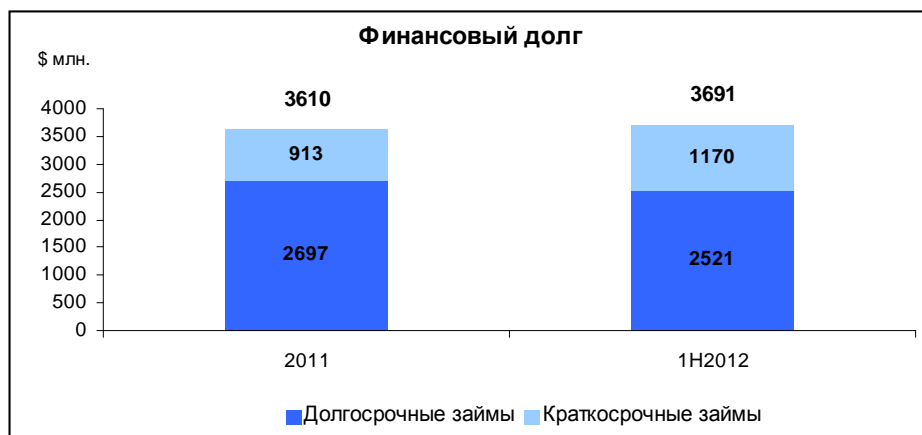
Прогноз рентабельности по EBITDA, ранее озвученный компанией, предполагает показатель по итогам года выше 7%, и пока он не менялся. Однако наш прогноз более консервативен, мы ожидаем рентабельность по EBITDA на уровне 6,9% по итогам 2012 года.

### Долговая нагрузка

Финансовый долг X5 Retail Group по состоянию на 30.06.2012 составил \$3691 млн., из которых 68% приходилось на долгосрочные займы. Долг компании полностью номинирован в рублях. Средневзвешенная стоимость заемных средств в 1 полугодии 2012 года составила, по данным компании, 8,5% по сравнению с 7,8% в 1 половине прошлого года. Рост стоимости долга связан в рефинансированием в 2011 году обязательств, номинированных в долларах, в рублевые займы.

Долговая нагрузка компании в течение первой половины года изменилась незначительно, общая сумма долга выросла лишь на 2%, а соотношение долг/ЕБИТДА, по нашим расчетам, выросло с 3,2х до 3,3х.

В настоящее время, по нашему мнению, долговая нагрузка X5 не угрожает положению компании, хотя и является не самой низкой. Операционный денежный поток позволяет компании без проблем обслуживать имеющиеся займы, даже несмотря на возросшую стоимость долга. Однако мы рассматриваем долговую нагрузку X5 как один из факторов, способных оказать сдерживающее влияние на развитие розничной сети, т.к. в случае роста заимствований, например, для расширения инвестпрограммы, финансовая устойчивость может снизиться.



Источник: данные компании

### Обновление прогнозов и модели

Мы внесли изменения в наш прогноз операционных и финансовых показателей X5 Retail Group, отразив в первую очередь более скромную динамику оборота. Прогноз выручки в долларовом выражении в среднем снижен на 19%. Наш прогноз на 2012 год предполагает рост продаж на 9% в рублях, что соответствует верхней границе скорректированного прогноза самой компании.

Прогноз рентабельности также был немного снижен, в среднем на 20 б.п. по валовой рентабельности и на 60 б.п. по рентабельности по EBITDA. Связано это в первую очередь со снижением прогноза выручки, и как следствие, увеличением доли постоянных издержек.

### Прогноз основных финансовых показателей

\$ млн.	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Выручка</b>					
Предыдущий прогноз	18 677	23 159	27 498	31 036	34 357
Новый прогноз	15 816	18 587	21 838	24 765	28 003
<b>Валовая рентабельность</b>					
Предыдущий прогноз	23.8%	23.9%	24.0%	24.1%	24.2%
Новый прогноз	23.7%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
<b>Рентабельность по EBITDA</b>					
Предыдущий прогноз	6.9%	7.7%	7.9%	8.0%	8.1%
Новый прогноз	6.9%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%

Мы внесли изменения в модель оценки акций компании с учетом обновленного прогноза финансовых показателей. Также мы повысили ставку дисконтирования на 60 б.п., до 13,8%, отразив рост стоимости как собственного, так и заемного капитала компании. Целевая цена рассчитана на 12-месячную перспективу.

### Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2012	2013	2014	2015	2016
ЕВИТ	672	818	1019	1210	1441
Налог на ЕВИТ	134	164	204	242	288
Амортизация	426	472	523	571	617
Сарех	991	1007	1013	990	1010
Изменение неденежной части оборотного капитала	-78	-373	-359	-278	-342
<b>Денежный поток</b>	50	492	684	827	1101
Ставка дисконтирования	13.8%				
<b>Дисконтированный денежный поток</b>		481	589	625	731
Сумма ДДП	2426				
Темпы роста в постпрогножном периоде	3.5%				
Продленная стоимость	11067				
Приведенная продленная стоимость	7350				
Стоимость компании	9776				
Чистый долг	3306				
Доля миноритариев	0				
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>6470</b>				
<b>Стоимость на GDR, \$</b>	<b>23.8</b>				

По нашей оценке, целевая цена акций X5 Retail Group составляет \$23,8 за GDR.

### Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогножном периоде	Ставка дисконтирования	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%
	2.5%	24.5	22.8	21.2	19.8	18.5
3.0%	26.0	24.1	22.4	20.9	19.5	
3.5%	27.7	25.7	<b>23.8</b>	22.1	20.6	
4.0%	29.6	27.4	25.3	23.5	21.8	
4.5%	31.8	29.3	27.0	25.0	23.2	



## Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S'12	P/S'13	P/E'12	P/E'13	EV/EBITDA'12	EV/EBITDA'13
<b>X5 Retail Group</b>	<b>FIVE LI</b>	<b>5106</b>	<b>8631</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>18.5</b>	<b>13.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>
<b>Российские аналоги</b>									
Магнит	MGNT LI	13533	14901	0.9	0.7	20.2	17.0	10.7	8.8
Дикси	DIXY RU	1296	1969	0.3	0.2	22.0	10.2	6.8	4.8
О'Кей	OKEY LI	2611	2991	0.7	0.5	20.5	16.9	10.0	7.9
<b>Среднее по российским аналогам</b>				<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>20.9</b>	<b>14.7</b>	<b>9.2</b>	<b>7.2</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Carrefour	CA FP	16670	30897	0.2	0.2	15.3	13.2	6.3	6.0
Tesco	TSCO LN	41589	54436	0.4	0.4	9.8	9.2	6.7	6.3
Метро AG	MEO GR	9386	19325	0.1	0.1	10.7	8.5	4.5	4.3
Walmart	WMT US	252176	303287	0.5	0.5	15.1	14.3	8.3	7.9
Sainsbury	SBRY LN	10800	14010	0.3	0.3	11.9	11.1	6.5	6.1
Casino Guichard	CO FP	9795	20710	0.2	0.1	13.1	11.3	5.7	4.7
Delhaize Group	DELB BB	3880	7451	0.1	0.1	7.7	6.6	4.2	3.9
Kroger	KR US	13306	21197	0.1	0.1	10.2	10.1	5.1	5.0
Safeway	SWY US	3908	10145	0.1	0.1	7.7	8.1	4.7	4.7
Colruyt	COLR BB	7794	7472	0.7	0.7	16.7	15.7	8.2	7.7
Whole Foods Market	WFM US	17505	16455	1.5	1.3	37.6	32.0	15.5	13.5
William Morrison	MRW LN	10310	12951	0.4	0.3	9.5	9.2	5.9	5.7
<b>Среднее по развитым</b>				<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>13.8</b>	<b>12.4</b>	<b>6.8</b>	<b>6.3</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Lianhua Supermarket	980 HK	935	472	0.2	0.2	10.3	9.6	2.9	2.7
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	2318	2367	0.3	0.3	22.2	17.2	9.1	7.5
Wumart Stores Inc	1025_HK	2308	2192	0.9	0.8	22.5	18.8	10.3	8.8
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	3059	3339	0.9	0.8	5.8	19.5	11.3	10.6
Migros Ticaret	MGROS TI	1921	2721	0.5	0.5	25.4	27.0	11.8	10.2
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	52414	52002	1.6	1.4	28.5	24.6	16.2	14.1
Dairy Farm	DFI SP	15126	14907	1.5	1.4	28.4	24.5	18.8	16.5
Bim Birlesik	BIMAS TI	6921	6825	1.2	1.0	35.0	28.8	23.9	19.6
Cencosud	CENCOSUD CI	12896	17990	0.7	0.6	22.2	16.1	12.2	10.1
CP All Plc	CPALL TB	11701	10877	1.9	1.7	34.0	27.9	20.0	17.6
Othaim	AOTHAIM AB	522	587	0.4	0.4	13.6	11.9	9.7	8.6
Shinsegae	004170 KS	1759	2559	0.8	0.7	10.4	9.4	7.3	6.5
Shoprite Holdings	SHP SJ	10885	10419	1.0	1.0	27.1	24.5	13.8	13.3
Soriana	SORIANAB MM	6049	6271	0.8	0.7	20.6	17.8	10.6	9.6
Bizim Toptan	BIZIM TI	548	540	0.5	0.4	28.2	22.0	13.5	11.0
<b>Среднее по развивающимся</b>				<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>22.3</b>	<b>20.0</b>	<b>12.8</b>	<b>11.1</b>
<b>Дисконт/премия к российским аналогам</b>				<b>-49%</b>	<b>-44%</b>	<b>-11%</b>	<b>-8%</b>	<b>-15%</b>	<b>-7%</b>
<b>Дисконт/премия к зарубежным аналогам развитых рынков</b>				<b>-16%</b>	<b>-23%</b>	<b>16%</b>	<b>6%</b>	<b>34%</b>	<b>9%</b>
<b>Дисконт/премия к зарубежным аналогам развивающихся рынков</b>				<b>-64%</b>	<b>-65%</b>	<b>-38%</b>	<b>-40%</b>	<b>-17%</b>	<b>-32%</b>

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»



## Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Выручка</b>	<b>15816</b>	<b>18587</b>	<b>21838</b>	<b>24765</b>	<b>28003</b>
Себестоимость	12068	14163	16640	18871	21339
Валовая прибыль	3748	4424	5197	5894	6665
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>23.7%</i>	<i>23.8%</i>	<i>23.8%</i>	<i>23.8%</i>	<i>23.8%</i>
Общие и административные расходы	3266	3829	4440	4981	5560
Доходы от аренды и прочая прибыль	190	223	262	297	336
<b>Операционная прибыль</b>	<b>672</b>	<b>818</b>	<b>1019</b>	<b>1210</b>	<b>1441</b>
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.4%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.9%</i>	<i>5.1%</i>
Финансовые расходы, net	302	316	278	257	208
Прибыль до налогообложения	370	502	742	953	1233
Налог на прибыль	94	125	178	219	271
<b>Чистая прибыль</b>	<b>276</b>	<b>376</b>	<b>564</b>	<b>734</b>	<b>962</b>
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.6%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.4%</i>

## Прогнозный баланс

\$ млн.	2012	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и эквиваленты	167	609	724	1413	1869
Запасы	1026	1204	1414	1604	1814
Дебиторская задолженность	391	483	532	619	683
Прочие текущие активы	450	471	494	518	544
<b>Итого текущие активы</b>	<b>2034</b>	<b>2768</b>	<b>3165</b>	<b>4155</b>	<b>4909</b>
Основные средства	4210	4685	5130	5522	5898
Гудвил	2200	2200	2200	2200	2200
Нематериальные активы	650	683	717	752	790
Прочие долгосрочные активы	375	393	413	435	460
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>7434</b>	<b>7960</b>	<b>8459</b>	<b>8910</b>	<b>9349</b>
<b>Всего активов</b>	<b>9468</b>	<b>10728</b>	<b>11624</b>	<b>13065</b>	<b>14258</b>
Банковские займы	1357	881	667	805	500
Финансовый лизинг	2	2	2	2	2
Кредиторская задолженность	2051	2549	2995	3397	3841
Прочие текущие обязательства	1016	1183	1378	1556	1752
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>4426</b>	<b>4615</b>	<b>5042</b>	<b>5760</b>	<b>6095</b>
Банковские займы	2116	2612	2300	2169	2000
Финансовый лизинг	1	1	1	1	1
Прочие долгосрочные обязательства	235	263	291	323	359
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>2352</b>	<b>2875</b>	<b>2592</b>	<b>2494</b>	<b>2360</b>
Уставный капитал	94	94	94	94	94
Добавочный капитал	2050	2050	2050	2050	2050
Резервы	-493	-322	-21	250	280
Нераспределенная прибыль	1030	1406	1857	2408	3370
Опционная программа	10	10	10	10	10
Доля миноритариев	0	0	0	0	0
<b>Итого капитал</b>	<b>2690</b>	<b>3238</b>	<b>3989</b>	<b>4811</b>	<b>5803</b>
<b>Всего обязательств и акционерного капитала</b>	<b>9468</b>	<b>10728</b>	<b>11624</b>	<b>13065</b>	<b>14258</b>

## Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2012	2013	2014	2015	2016
Прибыль до налогообложения	370	502	742	953	1233
Амортизация	426	472	523	571	617
Процентные расходы	302	316	278	257	208
Прочие статьи	10	30	30	30	30
Изменение в оборотном капитале:					
Изменение дебиторской задолженности	-30	-92	-49	-87	-64
Увеличение товаров и запасов	-131	-178	-211	-190	-210
Увеличение кредиторской задолженности	145	498	446	401	444
Изменение прочей кредиторской задолженности и обязательств	147	166	195	176	194
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>	<b>1240</b>	<b>1714</b>	<b>1954</b>	<b>2112</b>	<b>2453</b>
Уплаченный налог на прибыль	-94	-125	-178	-219	-271
Проценты	-302	-316	-278	-257	-208
<b>Денежный поток от основной деятельности</b>	<b>844</b>	<b>1272</b>	<b>1498</b>	<b>1635</b>	<b>1974</b>
Приобретение основных средств и компаний	-873	-806	-811	-792	-808
Приобретение НМА	-49	-33	-34	-36	-38
Прочие статьи	-2	-11	-12	-14	-15
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-924</b>	<b>-849</b>	<b>-857</b>	<b>-842</b>	<b>-861</b>
Кредиты и займы	-137	19	-526	8	-475
Финансовый лизинг	-1	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	-113	-184
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>-138</b>	<b>20</b>	<b>-526</b>	<b>-105</b>	<b>-658</b>
Увеличение денежных средств	-218	442	115	689	455
Денежные средства на начало года	385	167	609	724	1413
<b>Денежные средства на конец года</b>	<b>167</b>	<b>609</b>	<b>724</b>	<b>1413</b>	<b>1869</b>

## Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

**Потавин Александр**

Начальник отдела, рыночный анализ

**Самарец Ольга**

Потребительский сектор

**Солодин Дмитрий**

Ситуационный анализ

**Егишянц Сергей**

Макроэкономика, мировые рынки

**Наумов Александр**

электроэнергетика

**Кадыров Михаил**

анализ текущей ситуации

## Трейдинг + 7 (495) 937 3363

**Лобанов Александр**

Начальник отдела

[lobjr@prospect.com.ru](mailto:lobjr@prospect.com.ru)

**Билялов Энвер**

[bilyalov@prospect.com.ru](mailto:bilyalov@prospect.com.ru)

**Хмельник Михаил**

[hmp@prospect.com.ru](mailto:hmp@prospect.com.ru)

**Кузнецова Ирина**

[kuznetsova@prospect.com.ru](mailto:kuznetsova@prospect.com.ru)

**Зуев Дмитрий**

[zouev@prospect.com.ru](mailto:zouev@prospect.com.ru)

**Бохин Александр**

[abokhin@prsp.ru](mailto:abokhin@prsp.ru)

**Сильвестров Кирилл**

[ksilvestrov@prsp.ru](mailto:ksilvestrov@prsp.ru)

## Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

[www.prospect.com.ru](http://www.prospect.com.ru)

[www.itinvest.ru](http://www.itinvest.ru)

[www.prospect.com.ua](http://www.prospect.com.ua)

[www.plasma-prospect.com](http://www.plasma-prospect.com)

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.