

## Российские розничные сети

При неблагоприятной макроэкономической конъюнктуре выбираем Магнит

**Рынок акций**  
**Розничные сети**  
 17 сентября 2019 г.

**Вывод**

Мы возобновляем анализ российского розничного сектора. Мы ожидаем, что плотность продаж достигнет дна в 2019-2020 гг. на фоне меньшего числа открытий магазинов и продовольственной инфляции. Мы консервативно отразили в наших моделях дальнейшее снижение рентабельности, так как конкуренция, вероятно, будет поддерживать ритейлеров в режиме инвестиций в цены, тогда как возможностей для оптимизации расходов становится все меньше. Мы считаем, что этого уже отражено в котировках, и видим потенциал роста 2-32% среди анализируемых нами компаний. Мы подтверждаем рекомендацию по Магниту на уровне **ВЫШЕ РЫНКА**, видя возможности для увеличения стоимости компании в оптимизации оборотного капитала, что будет стимулировать рост СДП. Мы по-прежнему верим в возможности X5 (ПО РЫНКУ) поддерживать рентабельность EBITDA на уровне более 7% в среднесрочной перспективе, однако мы предпочитаем более привлекательный момент для входа на основе оценок стоимости. В случае с Лентой (ПО РЫНКУ) мы считаем, что все негативные моменты рынок уже отразил в котировках, однако ясности по поводу потенциала роста нет, пока компания не объявила свою новую стратегию. Динамику акций Детского мира (ПО РЫНКУ) сдерживает риск навеса акций со стороны АФК "Система".

**Инвестиционный вывод**

Низкий уровень консолидации указывает на возможности для дальнейшего роста торговых площадей лидеров рынка ... У российской розницы есть возможности для дальнейшей консолидации, так как на долю 5 крупнейших ритейлеров приходится 26% рынка против 47-73% в других странах. Мы ожидаем, что анализируемые нами продуктовые ритейлеры продолжают активно расширять свое физическое присутствие, хотя оно и замедлится до 7-11% ежегодно в 2019-2021 гг. против 14% в 2018 г.

... на фоне непростой макроэкономической ситуации. Демографическая яма в России сдерживает рост населения: по прогнозу Росстата, как базовый, так и пессимистический сценарии предполагают снижение населения на 0,4-1,3% к 2025 г. и на 0,9-3,2% к 2030 г. В то же время реальные располагаемые доходы населения продолжают стагнировать.

**Рентабельность сохранится под давлением...** Мы ожидаем, что плотность продаж достигнет дна в 2019-2020 гг. на фоне меньшего числа открытий, а продовольственная инфляция поддержит рост LfL-чека. Тем не менее, ритейлеры продолжают инвестировать в цены, учитывая стагнацию реальных располагаемых доходов населения. В то же время возможностей по оптимизации расходов становится все меньше. Таким образом, мы консервативно ожидаем, что рентабельность EBITDA ритейлеров будет оставаться под давлением в дальнейшем.

...что рынок уже отразил в котировках. Наши модели демонстрируют потенциал роста от 2 до 32% к текущим ценам на рынке, даже при наших консервативных ожиданиях на 2019-2021 гг. По продуктовым сетям мы ожидаем рост выручки на 1-13% и рентабельность EBITDA 6,6-8,1%; в случае с Детским миром мы ожидаем рост выручки на 14-10% при рентабельности скорректированной EBITDA 11,4-11,1%.

**Оценки стоимости**

**Магнит (ВЫШЕ РЫНКА, P/E \$17,8 за ГДР; 4 749 руб. за обыкновенную акцию)** торгуется по коэффициенту 2020P EV/EBITDA на уровне 5,6x (по ГДР), что предполагает 18%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года и 5%-й дисконт бумагам X5. У Магнита есть потенциал для оптимизации управления запасами, что приведет к росту СДП и снижению долга. Благодаря этому Магнит сможет рассмотреть дополнительные опции по возврату капитала акционерам помимо уже щедрых дивидендов (при дивидендной доходности по ГДР и обыкновенным акциям соответственно 6,4-7,7%). При потенциале роста 31-32% мы даем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА** по акциям Магнита.

**X5 (ПО РЫНКУ, P/E \$36,6 за ГДР)** торгуется по коэффициенту 2020P EV/EBITDA на уровне 5,9x, что предполагает 2%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года. Среднесрочные драйверы роста бумаг – это стабильность рентабельности и улучшение ROIC на фоне мер по улучшению CVP и повышению эффективности в магазинах. В то же время, рост рентабельности EBITDA в 1P19 уже отражен в котировках. При потенциале роста 2% мы подтверждаем рекомендацию **ПО РЫНКУ**.

**Лента (ПО РЫНКУ, P/E \$3,6 за ГДР)** торгуется по коэффициенту 2020P EV/EBITDA на уровне 4,9x, что предполагает дисконт 14% к среднему мультипликатору за два года. Ожидаемое объявление стратегии роста нового акционера компании – главный катализатор роста акций (через 1-2 квартала). Что касается бизнеса в текущем виде, мы видим возможности для снижения долговой нагрузки (снижение отношения чистого долга к EBITDA до 1,9-1,6x к 2020-2021 гг. против нынешних 2,7x) на фоне меньшего числа открытий. При потенциале роста бумаг 4% мы подтверждаем рекомендацию **ПО РЫНКУ**.

**Детский мир (ПО РЫНКУ, P/E 104 руб. за обыкновенную акцию)** торгуется по коэффициенту 2020P EV/EBITDA на уровне 5,3x, что предполагает 16%-й дисконт к среднему мультипликатору за два года и дисконт 31% к цене акций в ходе IPO. Навес акций со стороны АФК "Система" и РКИФ (которым совместно принадлежит 66,1% акций капитала компании) продолжает определять динамику акций. Что касается бизнеса, стоит упомянуть самую высокую в секторе дивидендную доходность (11% 2019P), но растущую конкуренцию со стороны продуктовых сетей и онлайн-игроков. При потенциале роста 14% мы даем рекомендацию **ПО РЫНКУ** по акциям компании.

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>FIVE LI</b>
<b>Rating</b>	<b>E/W</b>
Closing price, \$	35.9
<b>Target price, \$</b>	<b>36.6</b>
Return to TP	2%

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>MGNT LI</b>
<b>Rating</b>	<b>O/W</b>
Closing price, \$	13.5
<b>Target price, \$</b>	<b>17.8</b>
Return to TP	32%

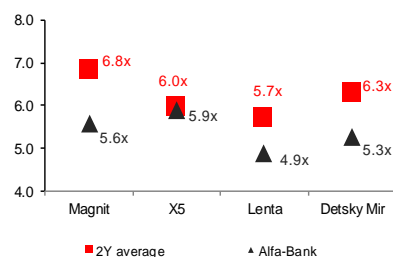
<b>Bloomberg ticker</b>	<b>MGNT RX</b>
<b>Rating</b>	<b>O/W</b>
Closing price, RUB	3,620
<b>Target price, RUB</b>	<b>4,749</b>
Return to TP	31%

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>LNTA LI</b>
<b>Rating</b>	<b>E/W</b>
Closing price, \$	3.4
<b>Target price, \$</b>	<b>3.6</b>
Return to TP	4%

<b>Bloomberg ticker</b>	<b>DSKY RX</b>
<b>Rating</b>	<b>E/W</b>
Closing price, RUB	91
<b>Target price, RUB</b>	<b>104</b>
Return to TP	14%

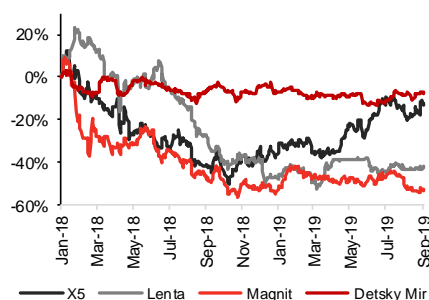
Дата ценообразования: закрытие рынка, 3 сентября 2019 г.

### 12M forward EV/EBITDA



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

### Динамика акций



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

#### Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

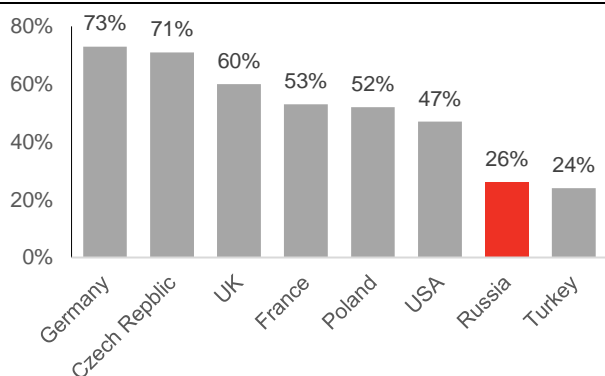
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

## Инвестиционное резюме

Мы возобновляем анализ российского розничного сектора. Мы ожидаем, что плотность продаж достигнет дна в 2019-2020 гг. на фоне меньшего числа открытий магазинов и продовольственной инфляции. Мы консервативно отразили в наших моделях дальнейшее снижение рентабельности, так как конкуренция, вероятно, будет поддерживать ритейлеров в режиме инвестиций в цены, тогда как возможностей для оптимизации расходов становится все меньше. Мы считаем, что этого уже отражено в котировках, и видим потенциал роста 2-32% среди анализируемых нами компаний. Мы подтверждаем рекомендацию по Магниту на уровне **ВЫШЕ РЫНКА**, видя возможности для увеличения стоимости компании в оптимизации оборотного капитала, что будет стимулировать рост СДП. Мы по-прежнему верим в возможности **X5 (ПО РЫНКУ)** поддерживать рентабельность EBITDA на уровне более 7% в среднесрочной перспективе, однако мы предпочитаем более привлекательный момент для входа на основе оценок стоимости. В случае с Лентой (ПО РЫНКУ) мы считаем, что все негативные моменты рынок уже отразил в котировках, однако ясности по поводу потенциала роста нет, пока компания не объявила свою новую стратегию. Динамику акций Детского мира (ПО РЫНКУ) сдерживает риск навеса акций со стороны АФК "Система".

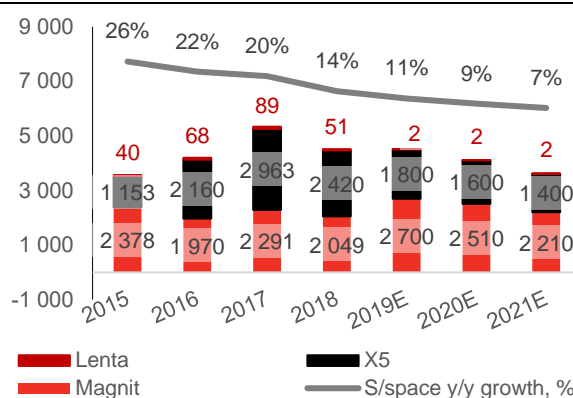
Низкий уровень консолидации указывает на возможности для дальнейшего роста торговых площадей лидеров рынка... У российской розницы есть возможности для дальнейшей консолидации, так как на долю 5 крупнейших ритейлеров приходится 26% рынка против 47-73% в других странах. Мы ожидаем, что анализируемые нами продуктовые ритейлеры продолжают активно расширять свое физическое присутствие, хотя оно и замедлится до 7-11% ежегодно в 2019-2021 гг. против 14% в 2018 г.

Рис. 1: Доля топ-5 розничных сетей в мире 2018 г.



Источники: Евромонитор, Infoline Analytics, Альфа-Банк

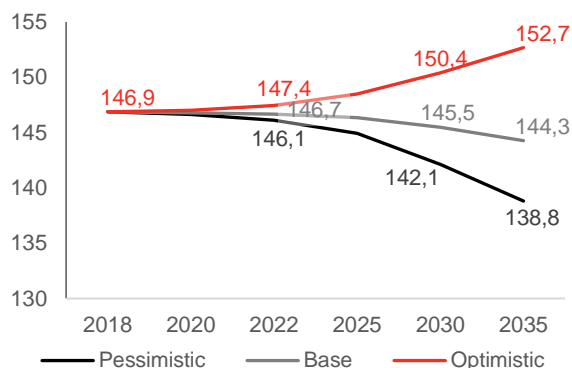
Рис. 2: Кол-во новых открытий в год (чистых)



Источники: данные компании, Альфа-Банк

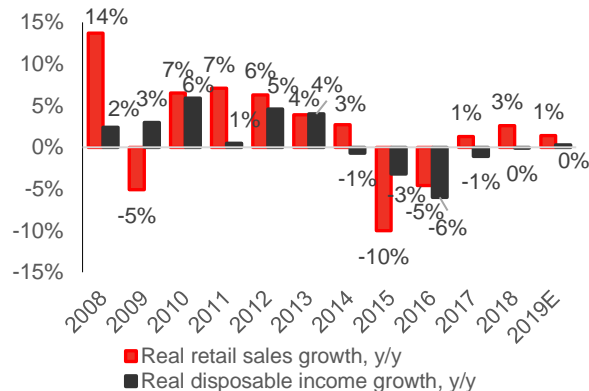
... на фоне непростой макроэкономической ситуации. Демографическая яма в России сдерживает рост населения: по прогнозу Росстата, как базовый, так и пессимистический сценарии предполагают снижение населения на 0,4-1,3% к 2025 г. и на 0,9-3,2% к 2030 г. В то же время реальные располагаемые доходы населения продолжают стагнировать.

**Рис. 3: Прогноз численности населения Росстата**



Источник: Росстат

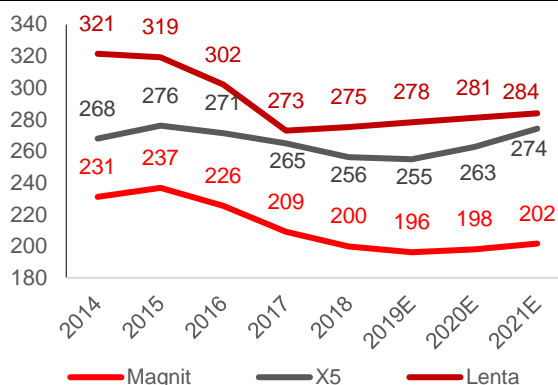
**Рис. 4: Real retail sales growth and real disposable incomes**



Источник: Росстат, Альфа-Банк

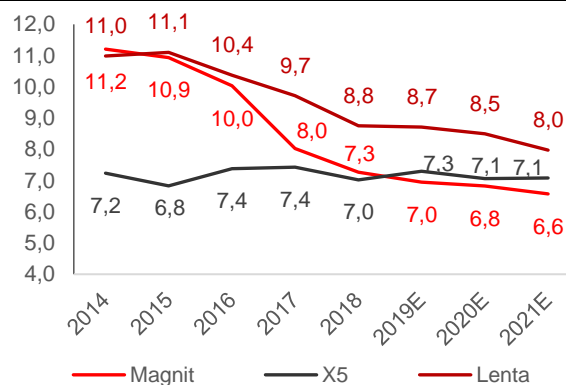
**Рентабельность сохранится под давлением...** Мы ожидаем, что плотность продаж достигнет дна в 2019-2020 гг. на фоне меньшего числа открытий, а продовольственная инфляция поддержит рост LfL-чека. Тем не менее, ритейлеры продолжают инвестировать в цены, учитывая стагнацию реальных располагаемых доходов населения. В то же время возможностей по оптимизации расходов становится все меньше. Таким образом, мы консервативно ожидаем, что рентабельность EBITDA ритейлеров будет оставаться под давлением в дальнейшем.

**Рис. 5: Плотность продаж, тыс. руб./кв м**



Источники: данные компании, Альфа-Банк

**Рис. 6: Динамика рентабельности EBITDA**



Источники: данные компании, Альфа-Банк

**...что рынок уже отразил в котировках.** Наши модели демонстрируют потенциал роста от 2 до 32% к текущим ценам на рынке, даже при наших консервативных ожиданиях на 2019-2021П. По продуктовым сетям мы ожидаем рост выручки на 1-13% и рентабельность EBITDA 6,6-8,1%; в случае с Детским миром мы ожидаем рост выручки на 14-10% при рентабельности скорректированной EBITDA 11,4-11,1%.

**Катализаторы роста акций:**

- **Магнит (ВЫШЕ РЫНКА, РЦ \$17,8 за ГДР; 4 749 руб. за обыкновенную акцию)** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,6х (по ГДР), что предполагает 18%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года и 5%-й дисконт бумагам X5. У Магнита есть потенциал для оптимизации управления запасами, что приведет к росту СДП и снижению долга. Благодаря этому Магнит сможет рассмотреть дополнительные опции по возврату капитала акционерам помимо уже щедрых дивидендов (при дивидендной доходности по ГДР и обыкновенным акциям соответственно 6,4-7,7%). При потенциале роста 31-32% мы даем рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА по акциям Магнита.

- **X5 (ПО РЫНКУ, РЦ \$36,6 за ГДР)** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,9x, что предполагает 2%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года. Среднесрочные драйверы роста бумаг – это стабильность рентабельности и улучшение ROIC на фоне мер по улучшению CVР и повышению эффективности в магазинах. В то же время, рост рентабельности EBITDA в 1П19 уже отражен в котировках. При потенциале роста 2% мы подтверждаем рекомендацию ПО РЫНКУ.
- **Лента (ПО РЫНКУ, РЦ \$3,6 за ГДР)** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 4,9x, что предполагает дисконт 14% к среднему мультипликатору за два года. Ожидаемое объявление стратегии роста нового акционера компании – главный катализатор роста акций (через 1-2 квартала). Что касается бизнеса в текущем виде, мы видим возможности для снижения долговой нагрузки (снижение отношения чистого долга к EBITDA до 1,9-1,6x к 2020-2021 гг. против нынешних 2,7x) на фоне меньшего числа открытий. При потенциале роста бумаг 4% мы подтверждаем рекомендацию ПО РЫНКУ.
- **Детский мир (ПО РЫНКУ, РЦ 104 руб. за обыкновенную акцию)** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,3x, что предполагает 16%-й дисконт к среднему мультипликатору за два года и дисконт 31% к цене акций в ходе IPO. Навес акций со стороны АФК “Система” и РКИФ (которым совместно принадлежит 66,1% акций капитала компании) продолжает определять динамику акций. Что касается бизнеса, стоит упомянуть самую высокую в секторе дивидендную доходность (11% 2019П), но растущую конкуренцию со стороны продуктовых сетей и онлайн-игроков. При потенциале роста 14% мы даем рекомендацию ПО РЫНКУ по акциям компании.

**Рис. 7: Обзор финансовых результатов ритейлеров**

RATING		X5			Magnit			Lenta			Detsky Mir	
		EQUALWEIGHT			OVERWEIGHT			EQUALWEIGHT			EQUALWEIGHT	
TP/upside		\$36.6	2%		\$17.8	32%		\$3.6	4%		104	14%
FORECASTS		2019E	2020E	y/y	2019E	2020E	y/y	2019E	2020E	y/y	2019E	2020E
Revenue	RUBbn	1,745	1,977	13%	1,377	1,558	13%	421	429	2%	126	143
EBITDA	RUBbn	127	140	10%	96	106	11%	37	36	0%	14	16
margin	%	7.3%	7.1%	-0.2pp	7.0%	6.8%	-0.1pp	8.7%	8.5%	-0.2pp	10.9%	11.3%
Net income	RUBbn	40	47	18%	32	38	20%	2	11	395%	7.5	9.4
FCF	RUBbn	19	28	51%	25	27	5%	7	16	142%	8.2	8.4
Net debt	RUBbn	190	196	4%	147	149	1%	87	71	-18%	17.4	18.5
VALUATIONS		2019E	2020E		2019E	2020E		2019E	2020E		2019E	2020E
EV/EBITDA	x	6.4x	5.9x		6.2x	5.6x		5.3x	4.9x		6.1x	5.3x
Peers' EV/EBITDA	x	7.8x	8.1x		7.8x	8.1x		7.8x	8.1x		19.7x	16.2x
Discount to peers	%	-17%	-27%		-21%	-31%		-32%	-39%		-69%	-67%
P/E	x	15.7x	13.3x		13.9x	11.6x		48.5x	9.8x		9.0x	7.1x
Peers' P/E	x	13.5x	16.1x		13.5x	16.1x		13.5x	16.1x		32.7x	28.0x
Discount to peers	%	16%	-17%		3%	-28%		259%	-39%		-73%	-75%
Net debt/EBITDA	x	1.5x	1.4x	-6%	1.5x	1.4x	-9%	2.4x	1.9x	-18%	1.3x	1.1x

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 8: Прогноз Альфа-Банка vs. консенсус\***

		crncy	X5		Magnit		Lenta		Detsky Mir	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
Revenue	Cons-s	RUBbn	1,758	1,988	1,364	1,518	427	449	126	141
	Alfa-Bank	RUBbn	1,745	1,977	1,377	1,558	421	429	126	143
	diff.	%	-1%	-1%	1%	3%	-1%	-4%	0%	1%
EBITDA	Cons-s	RUBbn	129.5	141.9	97.4	110.7	36.2	38.0	13.7	15.3
	Alfa-Bank	RUBbn	127.3	139.7	95.8	106.3	36.6	36.5	13.8	16.2
	diff.	%	-2%	-2%	-2%	-4%	1%	-4%	1%	6%
Net income	Cons-s	RUBbn	39.5	44.2	30.4	38.3	10.4	11.5	7.1	8.1
	Alfa-Bank	RUBbn	39.9	47.2	31.8	38.3	2.2	10.9	7.5	9.4
	diff.	%	1%	7%	5%	0%	-79%	-5%	5%	17%
EV/EBITDA	Cons-s	x	6.3x	5.8x	6.1x	5.9x	5.5x	4.9x	6.2x	5.5x
	Alfa-Bank	x	6.4x	5.9x	6.2x	5.6x	5.3x	4.9x	6.1x	5.3x
	diff.	%	2%	1%	1%	-5%	-4%	-1%	-1%	-5%
P/E	Cons-s	x	15.1x	13.7x	14.6x	11.4x	12.1x	9.5x	9.5x	8.4x
	Alfa-Bank	x	15.7x	13.3x	13.9x	11.6x	48.5x	9.8x	9.0x	7.1x
	diff.	%	4%	-3%	-5%	1%	300%	3%	-5%	-15%

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

(\*) наш прогноз полностью не сопоставим с консенсус-прогнозом, так как оценки некоторых аналитиков сделаны на основе МСФО 16 (мы же использовали IAS 7)

## Оценки стоимости и инвестиционный обзор

**Магнит (ВЫШЕ РЫНКА).** За последние два года акции Магнита потеряли в цене 70% своей стоимости на фоне структурных проблем, происходивших в компании. На текущих уровнях мы считаем, что все негативные моменты в целом учтены, тогда как риски смещены в сторону потенциала повышения оценки: пока мы не учли заметного улучшения плотности продаж и рентабельности, ожидая роста выручки на 11-13% в 2019-2021 гг. при рентабельности EBITDA 7-6,6%. В то же время мы считаем, что главным катализатором роста стоимости компании является потенциал в части оптимизации управлением запасами, что увеличит генерацию денежных средств и снизит долг (по нашему прогнозу, доходность СДП составит 7%, а отношение чистого долга к EBITDA –1,5х-1,4х в 2019-2020 гг.). Учитывая это, мы считаем, что Магнит может рассмотреть дополнительные опции по возврату капитала акционерам помимо щедрых дивидендных выплат (мы ожидаем, что дивидендная доходность по ГДР и обыкновенным акциям Магнита составит соответственно 6,4-7,7%).

**Магнит** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,6х, что предполагает 18%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года и 5%-й дисконт к бумагам X5. Наша PЦ по ГДР и обыкновенным акциям Магнита составляет соответственно \$17,8 и 4 749 руб. (на 12-месячном горизонте). Это предполагает потенциал роста 31-32% и рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА. При нашей PЦ Магнит будет торговаться с премией 3% к среднему мультипликатору за последние два года.

**X5 (ПО РЫНКУ).** Мы считаем, что краткосрочный рост рентабельности EBITDA рынок уже отразил в котировках после публикации сильных финансовых результатов за 1П19 по МСФО. В то же время фокус компании на дальнейшем улучшении CVR и эффективности магазинов поддержит плотность продаж, рентабельность и ROIC. Однако эти катализаторы роста весьма долгосрочны – они должны стать видимыми для рынка, прежде чем будут отражены в котировках. Что касается краткосрочных катализаторов роста, мы считаем, что дивиденды компании могут оказаться немного выше ожиданий рынка (по нашему прогнозу, доходность составит 5,6% против 4,6%, согласно консенсус-прогнозу), учитывая сильный СДП и комфортный уровень долга. Тем не менее, Магнит предлагает более высокую дивидендную доходность (6,4% по ГДР и 7,7% по обыкновенным акциям). В целом мы верим в возможность компании показывать прибыльный рост в среднесрочной перспективе, хотя с точки зрения оценок стоимости мы рекомендуем дожидаться более привлекательного момента для покупки.

**X5** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,9х, что предполагает 2%-й дисконт к среднему мультипликатору за последние два года. Мы оцениваем ГДР X5 на уровне \$36,6 (на основе форвардных мультипликаторов на 12 месяцев). Это предполагает потенциал роста 2% и рекомендацию ПО РЫНКУ. При нашей PЦ X5 будет торговаться на уровне среднего мультипликатора за последние два года.

**Лента (ПО РЫНКУ).** После того как акции Лента опустились в цене на 45% с июня 2018 г. мы считаем, что все негативные моменты, в основном, отражены в котировках. В то же время потенциал роста пока не понятен, так как компании потребуется 1-2 квартала, чтобы пересмотреть свою бизнес модель совместно с новым акционером. Анализируя бизнес Ленты, мы пришли к выводу, что компания оценена справедливо в сделке с Севергрупп. На данный момент, несмотря на дальнейшее снижение ликвидности акций, риск навеса акций, который вызывал опасения у инвесторов, сейчас уже не актуален. Мы ожидаем, что снижение рентабельности продолжится, так как рост расходов будет опережать рост плотности продаж. В то же время, учитывая сокращение количества новых открытий, мы считаем, что СДП в этом году станет положительным. Благодаря этому компания сможет снизить свой долг, что поддержит оценку стоимости компании. В целом наша PЦ \$3,6 указывает на потенциал роста 4% и рекомендацию ПО РЫНКУ. Наш прогноз может быть повышен, если: 1) возобновится расширение сегмента супермаркетов, 2) произойдет слияние с Утконосом и 3) появятся возможности сделок M&A в формате гипермаркетов.

**Лента** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 4,9х, что предполагает дисконт 14% к среднему мультипликатору за два года. Мы оцениваем ГДР Ленты на уровне \$3,6 (на основе форвардных мультипликаторов на 12 месяцев). Это предполагает потенциал роста 4% и рекомендацию ПО РЫНКУ.

**Детский мир (ПО РЫНКУ).** Мы считаем, что демографическая ситуация в России весьма непроста для рынка детских товаров. В то же время, на наш взгляд, Детский

мир занимает хорошее положение на рынке, чтобы продолжить его консолидацию и расширять географическое присутствие за границей, что должно принести 2-3 п. п. в рост выручки и EBITDA Детского мира соответственно в ближайшие 3-4 года. Тем не менее, учитывая конкуренцию со стороны федеральных продовольственных сетей и развитие онлайн торговли, мы считаем, что Детский мир, вероятно, продолжит инвестировать в цены, чтобы обеспечить рост трафика. Капиталовложения и инвестиции в оборотный капитал, вероятно, снизятся в ближайшие годы, что улучшит формирование денежных средств и показатель уровня долга. В этом случае дивидендная доходность акций Детского мира составит 11-14% в 2019-2020 гг. – это самая высокая дивидендная доходность в российском розничном секторе. В то же время риск навеса акций на рынке сохраняется, ограничивая в краткосрочной перспективе динамику акций.

**Детский мир** торгуется по коэффициенту 2020П EV/EBITDA на уровне 5,3х, что предполагает 16%-й дисконт к среднему мультипликатору за два года и дисконт 31% к цене акций в ходе IPO. Мы оцениваем обыкновенные акции компании на уровне 104 руб. за обыкновенную акцию (на основе форвардных мультипликаторов на 12 месяцев). Это предполагает потенциал роста 14% и указывает на рекомендацию ПО РЫНКУ. При нашей PC бумаги Детского мира будут торговаться с 6% дисконтом к средним мультипликаторам за последние 2 года.

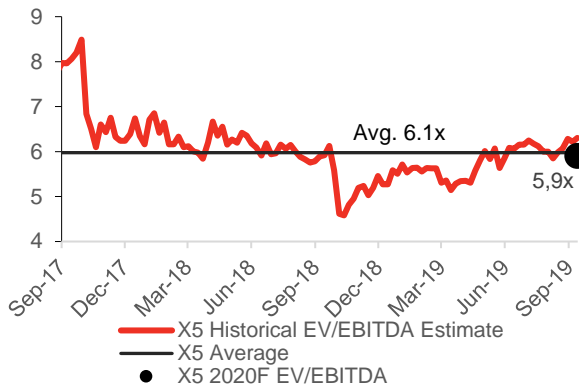
В нашей оценке ритейлеров мы использовали сочетание двух методов оценки – ДДП (с весом 50%) и 2020П EV/EBITDA (с весом 50%), чтобы отразить краткосрочные тренды в операционной деятельности и долгосрочные перспективы сектора.

**Рис. 9: Обзор оценок стоимости**

TP calculation	Unit	Weight	X5	Magnit:		Lenta	Detsky Mir
				GDR	Share		
<b>DCF Valuation</b>							
<b>Target EV</b>	<b>RUBbn</b>		<b>898</b>		<b>811</b>	<b>167</b>	<b>94</b>
(-) net debt 2020F	RUBbn		(196)		(149)	(71)	(18)
<b>Target Mcap</b>	<b>RUBbn</b>		<b>702</b>		<b>662</b>	<b>96</b>	<b>76</b>
# of shares outstanding	mn		272		510	487	739
<b>DCF-derived 1Y fwd TP</b>	<b>RUB</b>	<b>50%</b>	<b>2,492</b>		<b>1,237</b>	<b>189</b>	<b>99</b>
<b>Historical EV/EBITDA Valuation</b>							
EBITDA 2020F	RUBbn		140		106	36	16
2Y average EV/EBITDA			6.0x		6.8x	5.7x	6.3x
<b>Target EV</b>	<b>RUBbn</b>		<b>835</b>		<b>726</b>	<b>209</b>	<b>102</b>
(-) net debt 2020F	RUBbn		(196)		(149)	(71)	(18)
<b>Target Mcap</b>	<b>RUBbn</b>		<b>638</b>		<b>577</b>	<b>138</b>	<b>84</b>
# of shares outstanding	mn		272		510	487	739
<b>EV/EBITDA-derived 1Y fwd TP</b>	<b>RUB</b>	<b>50%</b>	<b>2,267</b>		<b>1,079</b>	<b>272</b>	<b>109</b>
USDRUB			65		65	65	n/a
Number of GDRs per 1 Share					5		
Local / GDR historical discount					18%		
<b>Weighted average 1Y fwd TP</b>	<b>RUB</b>		<b>2,380</b>		<b>1,158</b>	<b>4,749</b>	<b>231</b>
<b>Weighted average 1Y fwd TP</b>	<b>\$</b>		<b>36.6</b>		<b>17.8</b>	<b>3.6</b>	<b>n/a</b>
Current price	\$/RUB		\$35.9		\$13.5	3,620 P	\$3.4
<b>Potential upside</b>			<b>2%</b>		<b>32%</b>	<b>31%</b>	<b>4%</b>
<b>Rating</b>			<b>EW</b>		<b>O/W</b>	<b>O/W</b>	<b>EW</b>
<b>Multiples at TP</b>			<b>2020F</b>		<b>2020F</b>	<b>2020F</b>	<b>2020F</b>
EV/EBITDA			6.0x		7.0x	6.0x	5.0x
P/E			13.7x		15.4x	12.6x	10.3x
EV/IC			2.2x		1.8x	1.5x	1.1x

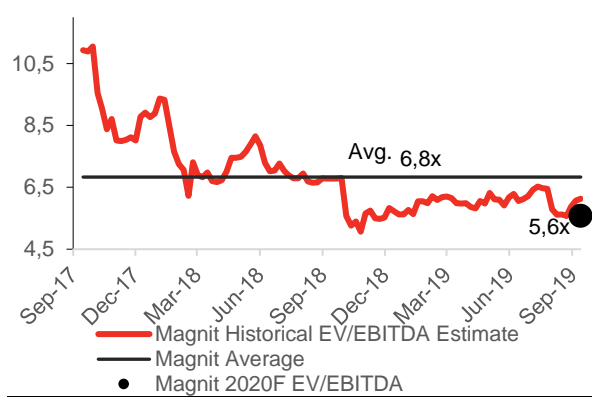
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 10: X5: исторический 12M forward EV/EBITDA**



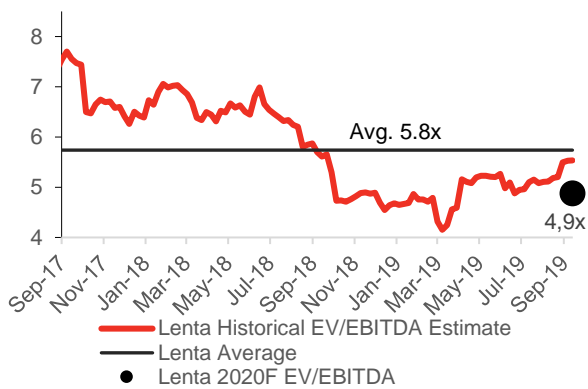
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 11: Магнит: исторический 12M forward EV/EBITDA**



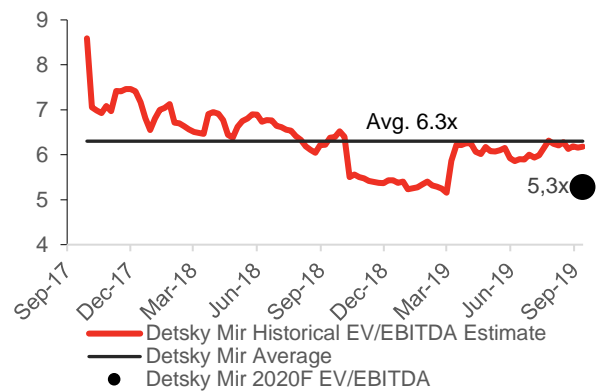
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 12: Лента: исторический 12M forward EV/EBITDA**



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 13: Детский мир: исторический 12M forward EV/EBITDA**



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк



**Рис. 14: Розничные сети-аналоги**

Company	Mcap, \$mn	Sales 3Y CAGR	EBITDA margin, %		EV/EBITDA		P/E		Dividend yield	
			2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
<b>Russian food retail peers</b>										
Magnit GDR (*)	6,938	12%	7.0%	6.8%	6.2x	5.6x	13.9x	11.6x	6.4%	6.4%
Magnit ord. (*)	5,791	12%	7.0%	6.8%	5.4x	4.9x	11.6x	9.6x	7.7%	7.7%
X5 Retail Group (*)	9,845	13%	7.3%	7.1%	6.4x	5.9x	15.7x	13.3x	5.2%	5.6%
Lenta Group (*)	1,666	2%	8.7%	8.5%	5.3x	4.9x	48.5x	9.8x	0.0%	0.0%
O'KEY Group	431	4%	5.7%	6.7%	5.9x	4.8x	11.2x	8.6x	2.9%	3.5%
<b>Median:</b>		<b>12%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>5.9x</b>	<b>4.9x</b>	<b>13.9x</b>	<b>9.8x</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.6%</b>
<b>EM food retail peers</b>										
Walmart Mexico	52,297	7%	10.6%	10.7%	14.1x	12.9x	26.1x	24.0x	3.3%	3.3%
Censosud	4,850	-1%	7.6%	7.3%	7.8x	8.2x	13.2x	16.1x	2.4%	2.1%
Lotte Shopping	3,323	-2%	9.8%	9.7%	7.0x	6.7x	13.8x	12.4x	3.8%	3.8%
Shinsegae	2,139	11%	14.0%	13.3%	9.0x	8.5x	4.8x	9.4x	0.8%	0.8%
Shoptite Holdings	5,097	4%	6.3%	6.1%	8.4x	8.1x	15.4x	16.1x	3.1%	2.8%
Organization Soriana	2,249	2%	7.3%	7.5%	5.8x	5.2x	12.2x	10.3x	0.4%	0.2%
Massmart	692	4%	3.0%	3.5%	3.4x	2.6x	n.a.	19.1x	2.9%	3.8%
<b>Median:</b>		<b>4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8x</b>	<b>8.1x</b>	<b>13.5x</b>	<b>16.1x</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.8%</b>
<b>DM food retail peers</b>										
Walmart	334,004	8%	6.4%	6.1%	11.4x	11.9x	24.3x	23.8x	1.8%	1.8%
Target	55,175	10%	8.6%	9.0%	9.8x	9.0x	19.9x	17.4x	2.4%	2.4%
WollWorths	31,359	2%	6.5%	6.7%	11.8x	11.4x	27.7x	25.2x	2.7%	2.9%
Costco Wholesale	128,374	7%	4.2%	4.3%	19.4x	17.8x	35.7x	34.0x	0.8%	0.9%
Carrefour	15,233	-1%	4.8%	5.1%	5.4x	4.8x	14.7x	12.8x	3.0%	3.4%
Kroger	20,952	5%	4.4%	4.4%	6.5x	6.3x	12.1x	12.0x	2.1%	2.3%
William Morrison	6,225	3%	5.1%	5.6%	6.0x	6.7x	16.0x	15.4x	3.2%	4.4%
Casino Guichard	5,523	1%	5.2%	5.4%	8.2x	7.3x	17.3x	14.1x	6.3%	6.0%
J. Sainsbury	6,144	-1%	5.0%	5.0%	4.5x	4.4x	10.9x	10.9x	4.8%	4.8%
Jeronimo Martins	10,851	4%	5.7%	5.7%	9.5x	8.9x	22.9x	21.1x	2.2%	2.4%
Colruyt	7,418	2%	8.8%	7.9%	8.4x	8.4x	18.0x	18.1x	2.6%	2.7%
Alimentation	35,419	7%	6.0%	6.5%	12.0x	10.9x	18.9x	19.1x	0.6%	0.7%
<b>Median:</b>		<b>4%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>9.0x</b>	<b>8.6x</b>	<b>18.5x</b>	<b>17.8x</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
<b>Detsky Mir (*)</b>	<b>1,048</b>	<b>12%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.3%</b>	<b>6.1x</b>	<b>5.3x</b>	<b>9.0x</b>	<b>7.1x</b>	<b>11.2%</b>	<b>14.1%</b>
<b>Russian retailers</b>										
Magnit (*)	6,938	12%	7.0%	6.8%	6.2x	5.6x	13.9x	11.6x	6.4%	6.4%
X5 Retail Group (*)	9,845	13%	7.3%	7.1%	6.4x	5.9x	15.7x	13.3x	5.2%	5.6%
Lenta Group (*)	1,666	2%	8.7%	8.5%	5.3x	4.9x	48.5x	9.8x	0.0%	0.0%
O'KEY Group	431	4%	5.7%	6.7%	5.9x	4.8x	11.2x	8.6x	2.9%	3.5%
MVideo	1,271	21%	8.6%	8.7%	3.4x	3.1x	12.7x	10.4x	5.6%	6.5%
<b>Median:</b>		<b>12%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.9x</b>	<b>4.9x</b>	<b>13.9x</b>	<b>10.4x</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.6%</b>
<b>Magnit, X5, Lenta average</b>		<b>12%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.6x</b>	<b>15.7x</b>	<b>11.6x</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.6%</b>
<b>Global children's goods retailers</b>										
Jumbo SA	2,623	7%	29.0%	28.7%	8.3x	7.4x	14.8x	13.6x	2.4%	2.6%
Five Below Inc.	7,430	27%	14.7%	14.6%	31.1x	25.0x	50.6x	42.4x	0.0%	0.0%
Mothercare	57	-14%	2.2%	4.0%	4.8x	2.4x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Average</b>		<b>17%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.7%</b>	<b>19.7x</b>	<b>16.2x</b>	<b>32.7x</b>	<b>28.0x</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.3%</b>

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Альфа-Банк Рынок акций**

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3712

**Управляющий директор по работе с ценными бумагами** Михаил Грачев  
+7 (495) 785 74 04 [mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)

**Аналитический отдел +7 (495) 795-3676****Начальник отдела****Борис****и****Красноженов**  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3612

**Макроэкономика**

Наталья Орлова, Ph.D.

[norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3677**Стратегия**

Джон Волш

[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8238)**Металлы и горная добыча**

Борис Красноженов

[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

[yatolstyh@alfabank.ru](mailto:yatolstyh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)**Нефть и газ**

Антон Корыцко

[akorytsko@alfabank.ru](mailto:akorytsko@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3612

**Торговые операции и продажи (Москва) +7 (495) 223-5500****Международные продажи**

Александр Зоров

[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
745-5621

Светлана Голодинкина

[sqolodinkina@alfabank.ru](mailto:sqolodinkina@alfabank.ru)  
785-7416

Артем Белобров

[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414**РЕПО**

Вячеслав Савицкий

[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

Олег Морозов

[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783 5101**Потребительский**

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева

[oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)

+7 (499) 681-3075

**Финансы**

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3713

**TMT, Сельское хоз-во**

Анна Курбатова

[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева

[oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)

+7 (499) 681-3075

**Перевод**

Анна Мартынова

[amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)

+7 (495) 795-3676

**Спец. по данным/Аналитик**

Денис Дорощев

[didoroshev@alfabank.ru](mailto:didoroshev@alfabank.ru)

7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

**Альфа Директ****Директор****+7 (495) 795-3680**

Сергей Рыбаков

[srybakov@alfabank.ru](mailto:srybakov@alfabank.ru)  
795-3680 (доб. 6399)**Аналитический отдел**

Гельды Союнов

[gsoyunov@alfabank.ru](mailto:gsoyunov@alfabank.ru)  
641-3673

Алан Казиев

[akaziev@alfabank.ru](mailto:akaziev@alfabank.ru)  
974-2515 (доб. 8568)**Продажи**

Валерий Кремнев

[vkremnev@alfabank.ru](mailto:vkremnev@alfabank.ru)  
доб. 7083

Ольга Бабина

[obabina@alfabank.ru](mailto:obabina@alfabank.ru)  
доб. 4092

© Альфа-Банк, 2019 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, 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 обдумать 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 других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких 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.