

5 марта 2024 г.

Мария Суханова, msukhanova@bcs.ru

Динамика акций X5 против Индекса МосБиржи



\* приведено к цене акций  
Источник: БКС Мир инвестиций

FIVE RX

Взгляд			Позитивный
Цел. цена, RUB	3,200	Рын. кап, \$млн	7,996
Цена, RUB	2,693	EV, \$млн	17,099
Потенциал	19%	ADTV 3м, \$млн	9.7
Изб. доходность	-3%		23E 24E
Free float	41%	EV/EBITDA	4.5 4.1
Free float, \$млн	3,247	P/E adj.	9.2 8.4

Источник: БКС Мир инвестиций

X5 Group

Включение «дочки» в список ЭЗО – дивиденды, риски

«Дочка» X5 Group попала в список экономически значимых организаций (ЭЗО), что, на наш взгляд, может привести к запуску перевода владения бизнеса в РФ. Допускаем выкуп нераспределенных долей акционеров (зарубежных) и возврат к дивидендам. Есть риск приостановки торгов и навеса предложения, но у нас позитивный взгляд на 12 месяцев.

- ООО «Корпоративный центр ИКС 5» был внесен в список ЭЗО
- Ждем, что это приведет к переводу владения бизнеса X5 Group в РФ
- Есть шанс на возобновление дивидендов с доходностью за 2023 г. 5-11%, а при выплате также части средств на балансе – до 20%
- Возможен выкуп оставшейся доли X5 в ЭЗО – определит размер дивиденда
- Краткосрочные риски: приостановка торгов, навес предложения
- Оценка: 4.1x EV/EBITDA 2024п – позитивный взгляд на 12 месяцев
  - Полагаем, что долгосрочно позитивные факторы перевесят

Российская «дочка» X5 Group включена в список ЭЗО. Вчера на портале правительства РФ был опубликован перечень экономически значимых организаций. Список включает ООО «Корпоративный центр ИКС 5» – дочернее юрлицо X5 Group в России (доля – 99.99%), которое владеет всеми операционными активами X5 Group. В прошлом году был принят закон, который предполагает принудительный перевод владения косвенных долей в ЭЗО в прямое владение в российскую юрисдикцию для граждан и резидентов РФ (включая держателей в зарубежной инфраструктуре) с сохранением долей. Ждем, что в результате на МосБирже будут торговаться акции российского юрлица, а не депозитарные расписки голландской X5 Group, как сейчас.

Срок перевода владения – четыре месяца после решения суда, срок приостановки торгов неясен. Публикация списка ЭЗО не запускает процесс перевода владения автоматически. Следующий шаг – подача иска в арбитражный суд о временной приостановке корпоративных прав иностранной холдинговой компании в отношении ЭЗО. Его может подать федеральный орган исполнительной власти (Минпромторг), сам холдинг X5 Group или крупный акционер. В случае положительного решения суда запускается процесс перевода владения в российскую юрисдикцию для граждан и резидентов РФ, а также желающих нерезидентов. По закону он должен занять около четырех месяцев. Мы бы ждали приостановки торгов бумагами: между остановкой торгов расписками X5 Group и началом торгов акциями ЭЗО. Однако пока не ясно, будет ли это приостановка на весь процесс перевода владения (четыре месяца) или на более короткий срок.

Возможно возобновление дивидендов после завершения процесса, выкуп зарубежных акционеров. По нашей оценке, при выплате 50-100% чистой прибыли за 2023 г. доходность составит 5-11%, а если компания выплатит еще и часть средств на балансе – 20%. Последнее предполагает выплату 100% чистой прибыли за 2023 г. и дополнительное увеличение соотношения Чистый долг/EBITDA на 0.3x. Кроме того, закон об ЭЗО дает право голландскому X5 Group запросить компенсацию за нераспределенную долю в ЭЗО (оставшихся зарубежных акционеров X5 Group, на наш взгляд). Полагаем, что основная часть бумаг X5 в свободном обращении принадлежит иностранным владельцам. В свободном обращении находится 40.6% капитала компании, текущая стоимость которых на МосБирже составляет RUB 300 млрд – эквивалентно 1.4x EBITDA (IAS-17) 2023п X5 Group. По закону, компенсация определяется по рыночной стоимости долей, но правительство РФ устанавливает порядок определения ее размера и выплаты. Ранее правительство требовало дисконт не менее 50% рыночной стоимости для сделок с компаниями из «недружественных» юрисдикций. Выкуп с дисконтом предполагал бы рост справедливой стоимости на акцию для оставшихся акционеров. На наш взгляд, если X5 Group воспользуется этим правом, размер первого дивиденда ЭЗО будет зависеть от размера компенсации. Чистый долг/EBITDA IAS-17 X5 Group составлял 0.8x на 9M23.

Оценка: позитивный взгляд на 12 месяцев, краткосрочно есть риски. Сохраняем позитивный взгляд на X5 Group на горизонте 12 месяцев. Ждем сильного 4K23 по МСФО и неплохих результатов за 1P24. Включение «дочки» в список ЭЗО может привести к возобновлению дивидендов и выкупу нераспределенных долей акционеров (зарубежных) – позитивно для инвестейса на горизонте 12 месяцев. На этом фоне мы считаем рыночную оценку ДР компании в 4.1x EV/EBITDA 2024п привлекательной. Краткосрочно, однако, мы видим риски, связанные с возможной приостановкой торгов (срок пока не ясен) и навесом предложения от российских акционеров в зарубежной инфраструктуре.

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты (подробнее см. на последней странице). © 2024 ООО «Компания БКС». Все права защищены.

**Руководитель аналитического департамента**Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ru**Старший экономист**  
Илья Федоров  
fedoroviy@bcs.ru**Стратегия**  
Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ruЮлия Голдина  
goldinays@bcs.ru**Макроэкономика/Валюта**  
Илья Федоров  
fedoroviy@bcs.ruАнатолий Трифонов  
trifonovae@bcs.ru**Нефть и газ**  
Рональд Смит  
smitr@bcs.ru**Финансовый сектор / Девелопмент**  
Елена Царева  
tsarevaev@bcs.ru**Аналитик по рынку**  
Юлия Голдина  
goldinays@bcs.ru**Металлургия и добыча**  
Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ruДмитрий Казаков  
kazakovda@bcs.ruАхмед Алиев  
alievab@bcs.ru**TMT / Потребсектор**  
Мария Суханова  
msukhanova@bcs.ru**Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения**  
Дмитрий Булгаков  
bulgakovds@bcs.ru**Международные рынки акций**  
Егор Дахтлер  
dakhtlerev@bcs.ruДенис Буйволлов, CFA  
buyvollova@bcs.ruАйнур Дуйсембаева, CFA  
duysembaevaa@bcs.ruАнатолий Клим  
klimaa@bcs.ruСергей Потапов  
potapovso@bcs.ru**Международные рынки облигаций**Антон Куликов  
kulikovan@bcs.ruВиктория Деркач  
derkachv@bcs.ru**Технический анализ**  
Василий Буянов  
buyanovvv@bcs.ru**Специалист по данным**  
Михаил Скорина  
skorinami@bcs.ru**Руководитель группы выпуска и контента**Ольга Сибиричева  
sibirichevaov@bcs.ru**Группа выпуска**  
Николай Порохов  
porokhovnv@bcs.ruЕлена Косовская  
kosovskayaev@bcs.ruОльга Донцова  
dontsovaoy@bcs.ruАнтон Остроухов  
ostroukhovas@bcs.ruТатьяна Курносенко  
kurnosenkots@bcs.ruНаталья Бокарева  
bokarevann@bcs.ruМария Седова  
sedovami@bcs.ru**Бизнес-менеджер**Анастасия Сенькина  
senkinaav@bcs.ru**Продажа аналитических продуктов**

butrov@bcs.ru

**Консультационное брокерское обслуживание**

+7 (495) 213 1571

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить Анкету об определении инвестиционного профиля и заключить с ООО «Компания БКС» Договор об инвестиционном консультировании в порядке, предусмотренном Регламентом оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС».

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС» <https://broker.ru/regulations>. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с исполнением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем материале. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR).

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но ООО «Компания БКС» не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом материале, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот материал не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни ООО «Компания БКС», ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом материале, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Методология присвоения взгляда от Дирекции инвестиционной аналитики БКС выглядит следующим образом: аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев вперед на основе анализа инвестиционной привлекательности акций, который может включать различные методологии оценки, такие как анализ мультипликаторов (P/E, EV/IDA и т.д.), дисконтированных денежных потоков (DCF) или модели дисконтирования дивидендов (DDM). На основе этой целевой цены рассчитывается избыточная доходность, которая представляет собой доходность по целевой цене на 12 месяцев вперед к текущей цене акции за вычетом нашей оценки стоимости капитала акции, которая в настоящее время составляет около 20% для большинства бумаг. Избыточная доходность свыше 10% соответствует «положительному» взгляду, менее минус 10% — «негативному», в диапазоне от -10% до +10% — «нейтральному».

Этот материал не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны ООО «Компания БКС». Дополнительную информацию можно получить в ООО «Компания БКС» по запросу.