

Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

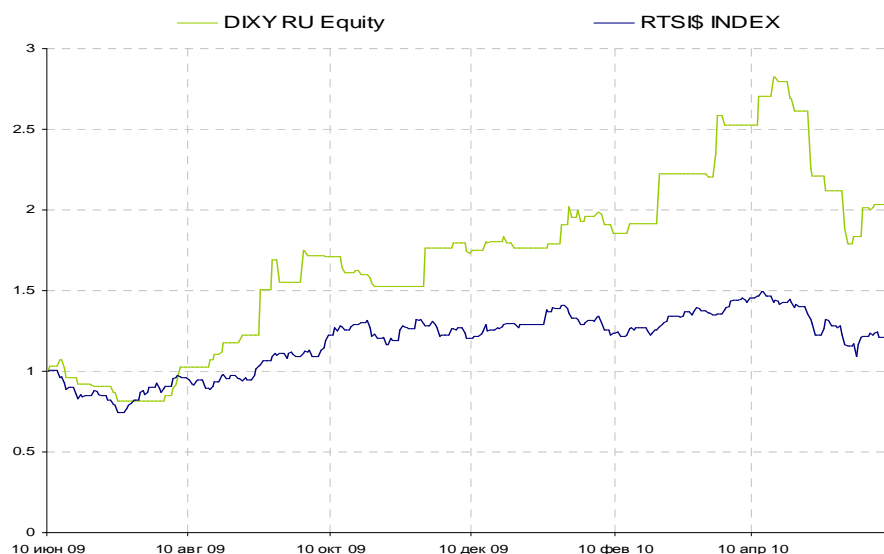
Дикси – сохраняем рекомендацию «Покупать»

Мы обновили нашу модель оценки акций «Дикси» с учетом финансовых результатов 2009 года и 1 квартала 2010 года и прогнозов менеджмента компании. Целевая цена повышена с \$9,9 до \$11,2 за акцию. Рекомендация – «Покупать».

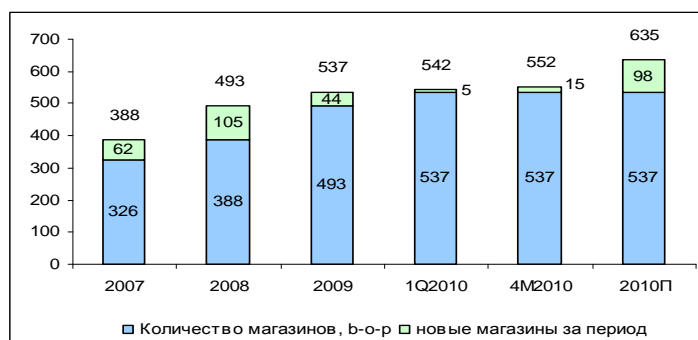
Дикси	
Тикер	DIXY
Цена, \$	8,5
Кол-во акций, шт.	86 000 000
Капитализация, \$ млн.	731
EV, \$ млн.	974
Целевая цена, \$	11,2
Потенциал роста, %	31,8%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2009	2010П
Выручка	1710.5	2153.9
ЕБИТДА	91.6	124.3
Чистая прибыль	-3.5	17.0
P/S	0.4	0.3
EV/ЕБИТДА	10.6	7.8

- «Дикси» наращивает темпы открытия новых магазинов. За первые 4 месяца текущего года сеть пополнилась 15 новыми торговыми точками, причем 10 из них было открыто в апреле. Компания подтвердила свой прогноз открытий в текущем году на уровне 100 новых магазинов.
- Ситуация с трафиком также продолжает улучшаться, что положительно сказывается и на темпах роста оборота розничной сети. В январе-марте рублевая выручка «Дикси» выросла на 13%. По итогам 2010 года рост выручки может составить порядка 20%, согласно подтвержденному прогнозу компании. Увеличение сопоставимых продаж ожидается на уровне 7-8%.
- В 1 квартале текущего года валовая рентабельность «Дикси» оставалась на достаточно высоком уровне, составив 26%, в том числе благодаря развитой системе логистики и росту централизации продаж. Однако конкуренция на розничном рынке остается высокой, и в текущем году это будет оказывать давление на рентабельность. Менеджмент компании предупредил, что ожидает снижения показателя до 25-25,5% по итогам 2010 года.
- Несмотря на увеличение доли себестоимости в выручке, компания рассчитывает удержать рентабельность по ЕБИТДА в 2010 году на уровне 6-6,5% благодаря дальнейшей работе по экономии операционных издержек. И одной из основных задач в этом направлении остается снижение уровня товарных потерь, с 2,5% от выручки в 1 квартале до 1,5-1,6% к концу года.



Розничная сеть продолжает расти. В первой половине 2009 года «Дикси» практически не развивала свою розничную сеть, в связи как с общей сложной ситуацией на розничном рынке, так и с внутренними процессами компании, в частности, изменением системы логистики. Однако уже во втором полугодии компания возобновила открытие новых торговых точек, сеть пополнилась 49 новыми магазинами. И в начале 2010 года рост продолжился. При этом если за первые три месяца года было открыто 5 новых магазинов, то в апреле – уже 10. В результате по состоянию на конец апреля розничная сеть включала 552 магазина общей торговой площадью 208,7 тыс.кв.м., что на 7,8% больше, чем годом ранее.

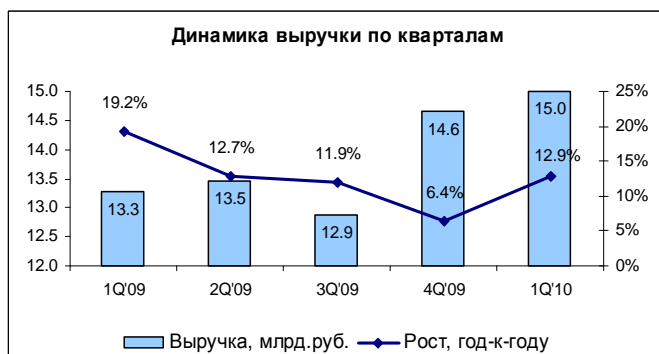


Источник: данные компании, прогноз ИК «Проспект»

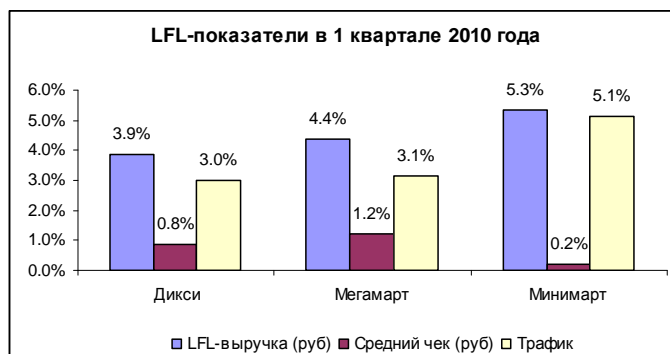
Дикси в 2010 году планирует открыть 100 новых магазинов и увеличить выручку на 20%

Прогноз открытий и капвложений подтвержден. По итогам 2010 года менеджмент «Дикси» планирует открытие около 100 новых магазинов. Уровень капвложений по итогам года ожидается на уровне до 3 млрд.рублей, причем финансироваться инвестиции будут из собственного денежного потока компании. По нашим расчетам, торговая площадь сети может вырасти на 18%, до 244 тыс.кв.м. При этом мы прогнозируем, что помимо дискаунтеров «Дикси», на которые придется большая часть открытий, сеть пополнилась 2 новыми гипермаркетами и 3 супермаркетами.

Рост выручки ускорился в 1 квартале. По итогам 2009 года «Дикси» существенно отстала от основных конкурентов по темпам роста продаж, что было опять же связано с замедлением темпов открытий и реформированием системы логистики. Однако в конце прошлого года ситуация стала улучшаться, в том числе благодаря промоактивности розничной сети. В 1 квартале 2010 года тенденция продолжилась, рост рублевой выручки составил 13%. Помимо увеличения количества магазинов сети, поддержку оказало и увеличение продаж сопоставимых магазинов. По итогам января-марта текущего года LFL-выручка магазинов, открытых до марта 2009 года, увеличились на 4%, при этом трафик вырос на 3,1%, а средний чек – на 0,9%. Наибольший рост количества покупателей продемонстрировали супермаркеты «Минимарт» - на 5,1%.



Источник: данные компании

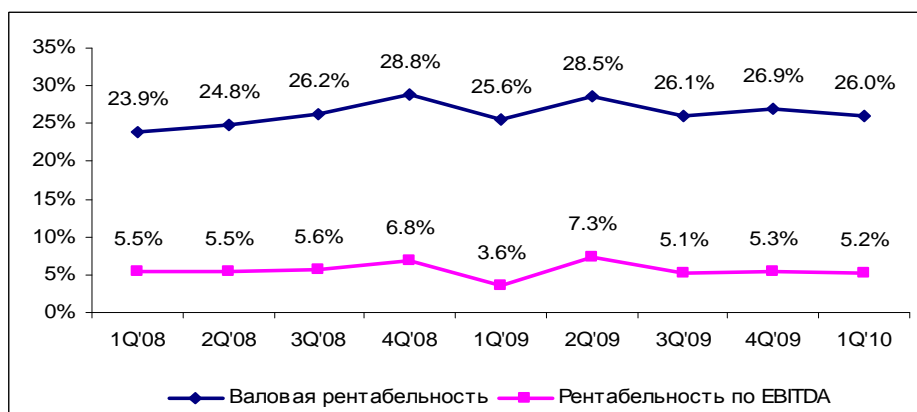


*данные магазинов, открытых до марта 2009 года
Источник: данные компании

Валовая рентабельность в 2010 году может снизиться из-за конкуренции на рынке до 25-25,5%

Компания подтвердила свой прогноз по выручке. Во время телеконференции менеджмент «Дикси» подтвердил свой прогноз роста рублевой выручки в 2010 года на уровне 20%. При этом увеличение сопоставимых продаж ожидается на уровне 7-8%.

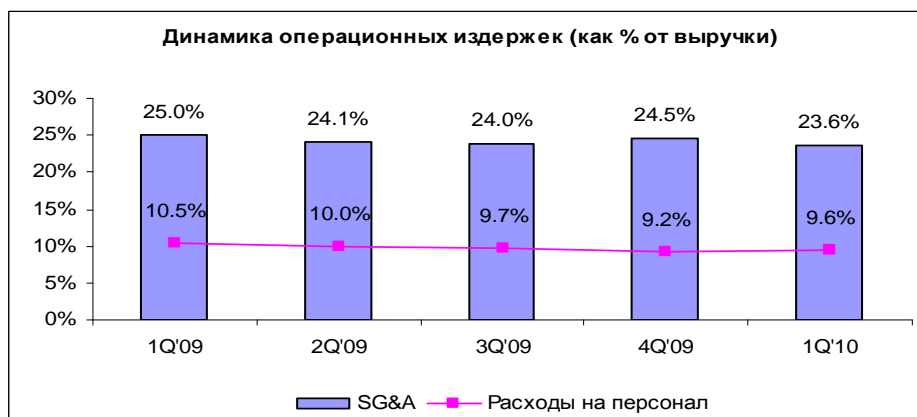
Давление на валовую рентабельность будет расти. Ситуация на розничном рынке, хоть и улучшилась по сравнению с 2009 годом, все еще остается не самой легкой для ритейлеров. Достаточно высокий уровень безработицы, неуверенность в будущих доходах – все это оказывает влияние на поведение потребителей, которые остаются крайне чувствительными к ценам. И в этих условиях практически единственный способ для розничных компаний наращивать оборот и выдерживать конкуренцию – снижение наценки. И «Дикси» не является исключением. Компания уже заявила о том, что до конца года валовая рентабельность снизится. Если в 1 квартале 2010 года показатель составил 26%, то по итогам года менеджмент ожидает валовую рентабельность на уровне 25-25,5%.



Источник: данные компании

Но рентабельность по EBITDA компания рассчитывает нарастить до 6-6,5%

Но рентабельность по EBITDA планируется даже увеличить. Несмотря на ожидаемое снижение валовой рентабельности, «Дикси» сохраняет свой прогноз рентабельности по EBITDA в 2010 году на уровне 6-6,5%. Рост доли себестоимости в выручке компания планирует компенсировать за счет дальнейшей работы по оптимизации операционных издержек. И усилия компании в этом направлении уже видны. По итогам 1 квартала 2010 года доля SG&A в выручке сократилась до 23,6% с 25% годом ранее. Основное влияние оказало уменьшение доли основной статьи расходов, оплаты труда, с 10,5% до 9,6%. Помимо этого, сократилась и доля расходов на аренду, с 4,3% до 4%.



Источник: данные компании

Одной из основных проблем остается достаточно высокий уровень товарных потерь, их доля в выручке увеличилась в 1 квартале 2010 года до 2,5% с 2% годом ранее. Однако компания планирует существенно сократить их уровень уже в текущем году. Ожидается, что к концу года доля потерь снизится до 1,5-1,6% от оборота, а средний показатель за год будет на уровне 1,8-1,9%. Отметим, что высокий уровень товарных потерь оказывает влияние не только на эффективность компании на уровне операционной прибыли, но и на чистую рентабельность, увеличивая налоговые отчисления. Связано это с тем, что товарные потери учитываются для целей налогообложения лишь частично. В 1 квартале 2010 года эффективная ставка налогообложения «Дикси» составила 59,6%. По итогам 2009 года ставка была еще выше - на уровне 136%.

Неопределенность относительно рефинансирования обязательств снята. По состоянию на конец марта 2010 года 100% финансового долга «Дикси» составляли краткосрочные обязательства. Связано это было как с тем, что в 2010 году наступает срок погашения синдицированного займа на \$135 млн., привлеченного компанией в 2008 году, так и с приближением даты погашения облигаций на 3 млрд.руб., которые компании предстоит погасить в марте 2011 года. «Дикси» еще в прошлом году начала искать возможности рефинансирования обязательств, и в текущем году объявила о достигнутой с банками договоренности. Предполагается, что консорциум банков предоставит розничной сети кредит объемом до \$200 млн., с возможностью увеличения до \$235 млн. Кредит будет привлекаться в рублях. Ставка ожидается на уровне Mosprime плюс 4-4,5%.

Обновление модели

Мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций розничной сети с учетом финансовых результатов 2009 года и 1 квартала 2010 года и прогнозов менеджмента «Дикси» относительно дальнейшего развития компании. Наш прогноз открытия новых магазинов и расширения торговых площадей изменился незначительно. Мы немного повысили ожидаемое количество новых дискаунтеров в 2010 году – с 85 до 93. Прогноз по открытию «Мегамартов» и «Минимартов» остался без изменений.

Прогноз рублевой выручки в 2010 году был незначительно понижен – с 65,6 млрд.руб. до 64,8 млрд.руб., что предполагает рост по итогам года на уровне 19,5%. Также мы понизили ожидаемый уровень валовой рентабельности, и в меньшей степени, рентабельности по EBITDA. Новый прогноз валовой рентабельности в 2010 году составляет 25,3%, в рамках ожиданий менеджмента компании. Прогноз рентабельности по EBITDA по итогам текущего года мы понизили до 5,8%. Это немного ниже уровня, озвученного руководством компании, но мы предпочитаем более консервативный прогноз.

Прогноз основных финансовых показателей

	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка, млн.руб.	65588	81150	96699	112130	127279
Предыдущий прогноз	64834	81020	96943	112859	128060
Новый прогноз					
Валовая рентабельность					
Предыдущий прогноз	26.0%	26.1%	26.3%	26.3%	26.3%
Новый прогноз	25.3%	25.5%	25.7%	25.9%	26.0%
Рентабельность по EBITDA					
Предыдущий прогноз	6.0%	6.6%	7.3%	7.5%	7.7%
Новый прогноз	5.8%	6.3%	6.8%	7.1%	7.2%

С учетом обновленного прогноза финансовых показателей, мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций «Дикси». Ставка дисконтирования и темп роста в постпрогнозном периоде остались прежними. Денежные потоки приведены к концу 2010 года.

Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014
ЕВИТ	54	96	146	188	221
Налог на ЕВИТ	11	19	29	38	44
Амортизация	66	74	83	95	105
Сарех	93	102	117	122	119
Изменение неденежной части оборотного капитала	-17	-36	-20	-42	-11
Денежный поток	33	85	102	164	174
Ставка дисконтирования	15,5%				
Дисконтированный денежный поток		73	77	107	98
Сумма ДДП	355				
Темпы роста в постпрогнозном периоде	3.5%				
Продленная стоимость	1503				
Приведенная продленная стоимость	845				
Стоимость компании	1199				
Чистый долг, 2010П	236				
Доля миноритариев	0,4				
Стоимость акционерного капитала	963				
Кол-во акций, млн.шт.	86				
Стоимость на акцию, \$	11,2				

Наша обновленная целевая цена акций «Дикси» составляет \$11,2. Мы сохраняем нашу рекомендацию «Покупать».

Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогнозном периоде	Ставка дисконтирования	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
	2,5%		11.6	10.9	10.4	9.8
3,0%		12.0	11.4	10.8	10.2	9.7
3,5%		12.6	11.9	11.2	10.6	10.0
4,0%		13.2	12.4	11.7	11.0	10.4
4,5%		13.8	13.0	12.2	11.5	10.9

Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S*10	EV/EBITDA*10	EBITDA margin*10
Дикси	DIXY RU	731	974	0.3	7.8	5.8%
Российские аналоги						
X5 Retail Group	FIVE LI	9307	10839	0.8	11.4	8.4%
Магнит	MGNT RU	7747	7795	1.0	11.5	8.9%
<i>Среднее по российским аналогам</i>				<i>0.9</i>	<i>11.4</i>	<i>8.6%</i>
Развитые рынки						
Carrefour	CA FP	28297	42489	0.2		5.6%
Tesco	TSCO LN	46705	60760	0.5	7.5	8.4%
Metro AG	MEO GR	16605	26514	0.2	5.6	5.2%
Walmart	WMT US	188376	229415	0.4	6.9	7.8%
Sainsbury	SBRY LN	8740	11135	0.3	6.3	5.7%
Casino Guichard	CO FP	8388	16844	0.2	6.3	6.8%
Delhaize Group	DELB BB	8048	10988	0.3	5.2	7.5%
Kroger	KR US	12692	20398	0.2	5.3	4.8%
Safeway	SWY US	8122	13075	0.2	5.0	6.2%
<i>Среднее по развитым</i>				<i>0.3</i>	<i>6.0</i>	<i>6.5%</i>
Развивающиеся рынки						
Lianhua Supermarket	980 HK	2233	1434	0.6	7.8	4.5%
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	2559	2514	0.3	6.4	4.6%
Wumart Stores Inc	8277 HK	2311	2224	1.1	14.2	7.7%
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	968	1664	0.2	5.1	7.4%
Migros	MGROS TI	2982	3817	0.7	13.2	7.0%
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	39068	37733	1.4	13.6	10.0%
Dairy Farm	DFI SP	9095	9081	1.1	13.7	8.2%
Bim Birlesik	BIMAS TI	4206	4024	0.9	16.9	5.3%
Cencosud	CENCOSUD CI	9586	11873	0.8	13.2	7.6%
CP All	CPALL TB	3928	3439		10.2	8.3%
<i>Среднее по развивающимся</i>				<i>0.8</i>	<i>11.4</i>	<i>7.1%</i>
Премия к российским аналогам				-63%	-31%	
Премия к зарубежным аналогам развитых рынков				23%	30%	
Премия к зарубежным аналогам развивающихся рынков				-58%	-31%	

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка	2153.9	2791.9	3484.7	4107.0	4655.9
Себестоимость	1609.0	2079.9	2589.1	3043.3	3445.4
Валовая прибыль	544.9	711.9	895.6	1063.7	1210.5
<i>Валовая рентабельность</i>	25.3%	25.5%	25.7%	25.9%	26.0%
Общие и административные расходы	452.2	571.4	697.6	814.1	919.4
Операционная прибыль	54.0	95.9	145.7	188.0	221.3
<i>Операционная рентабельность</i>	2.5%	3.4%	4.2%	4.6%	4.8%
Финансовые доходы	1.3	1.7	2.1	2.5	2.8
Финансовые расходы	27.4	24.6	20.1	16.7	10.9
Прибыль/убыток от курсовых разниц	-1.7	-1.7	0.0	0.0	0.0
Прибыль до налогообложения	26.2	71.3	127.6	173.8	213.2
Налог на прибыль	9.2	18.5	29.4	34.8	42.6
Чистая прибыль	17.0	52.8	98.3	139.0	170.5
<i>Чистая рентабельность</i>	0.8%	1.9%	2.8%	3.4%	3.7%

Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014
Денежные средства и эквиваленты	82.6	61.0	146.4	201.7	293.7
Запасы	153.4	173.6	226.6	235.2	283.1
Торговая и проч. дебиторка	36.3	65.8	58.1	90.5	78.9
Прочие текущие активы	38.2	37.9	39.5	40.0	40.0
Итого текущие активы	310.6	338.3	470.7	567.5	695.7
Основные средства	443.9	481.9	529.2	555.8	562.5
Гудвил	13.4	13.9	14.5	14.7	14.7
Нематериальные активы	15.8	18.0	20.7	23.0	25.3
Прочие долгосрочные активы	38.8	41.7	48.1	53.4	59.6
Итого долгосрочные активы	512.0	555.6	612.6	647.0	662.1
Всего активов	822.5	893.8	1083.3	1214.4	1357.8
Банковские займы	16.6	17.2	125.8	136.5	54.5
Облигации	102.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	3.3	3.4	3.6	3.6	3.6
Кредиторская задолженность	264.4	346.6	411.3	492.1	536.9
Прочие текущие обязательства	7.0	10.0	12.1	14.4	16.9
Итого краткосрочные обязательства	393.6	377.3	552.8	646.6	611.9
Банковские займы	199.3	224.0	125.8	27.3	54.5
Облигации	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	4.7	4.8	5.0	5.1	5.1
Отложенные налоговые обязательства	15.7	23.2	40.1	60.4	83.7
Итого долгосрочные обязательства	219.7	252.0	171.0	92.8	143.3
Доля меньшинства	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Уставный капитал	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
Добавочный капитал	136.9	142.0	148.1	149.9	149.8
Нераспределенная прибыль	71.9	122.1	210.9	324.7	452.3
Итого капитал	208.8	264.1	359.0	474.7	602.1
Всего обязательства и капитал	822.5	893.8	1083.3	1214.4	1357.8

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014
Прибыль до налогообложения	26.2	71.3	127.6	173.8	213.2
Амортизация ОС	62.7	70.5	79.2	90.1	99.6
Амортизация НМА	3.3	3.7	4.2	4.7	5.2
Процентные расходы	27.4	24.6	20.1	16.7	10.9
Прочие статьи	3.4	1.4	0.0	0.0	0.0
Изменение в оборотном капитале:					
Изменение дебиторской задолженности	10.3	-28.1	10.5	-31.7	11.6
Изменение товаров и запасов	-43.1	-14.5	-45.5	-5.8	-48.1
Изменение кредиторской задолженности	48.5	72.4	49.7	75.7	45.3
Изменение в налоговых обязательствах и авансах	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Денежные средства от операционной деятельности	136.7	201.2	245.9	323.5	337.7
Уплаченный налог на прибыль	-9.2	-18.5	-29.4	-34.8	-42.6
Уплаченные проценты	-27.4	-24.6	-20.1	-16.7	-10.9
Денежный поток от основной деятельности	100.1	158.1	196.4	272.0	284.1
Приобретение основных средств	-83.4	-92.0	-105.7	-110.1	-106.9
Первоначальные затраты по лизингу	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5
Приобретение НМА	-1.4	-1.6	-1.9	-2.1	-2.3
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-85.1	-94.0	-108.0	-112.7	-109.7
Кредиты и займы	27.5	-88.8	0.0	-91.0	-54.5
Платежи по фин.лизингу	-4.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Дивиденды	0.0	0.0	-5.5	-14.9	-27.8
Денежный поток от финансовой деятельности	23.3	-88.9	-5.5	-105.9	-82.3
Увеличение денежных средств	38.3	-24.8	82.9	53.5	92.2
Денежные средства на начало года	44.3	85.7	63.6	148.3	201.5
Денежные средства на конец года	82.6	61.0	146.4	201.7	293.7

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363**Потавин Александр**

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itinvest.ru

Габбасов Роман

Электроэнергетика
доб. тел.: 6156
gabbasov@prsp.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itinvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itinvest.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363**Лобанов Александр**

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

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

Тел.: +7 (095) 937 3363

Факс: +7 (095) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

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.