

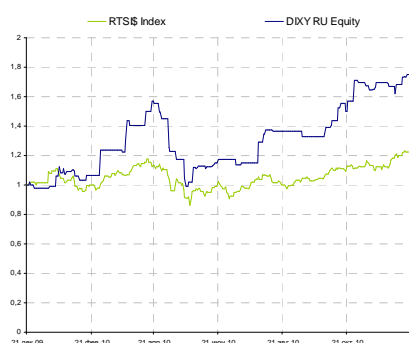
Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

## Дикси – потенциал роста еще есть

Мы обновили нашу модель оценки акций «Дикси» с учетом финансовых результатов 9 месяцев 2010 года и операционных результатов 10 месяцев, а также прогнозов менеджмента на 2011 год. Целевая цена повышена до \$16. Рекомендация – «Покупать».

Дикси	
Тикер	DIXY
Цена, \$	13,4
Кол-во акций, шт.	86 000 000
Капитализация, \$ млн.	1152,4
EV, \$ млн.	1406,0
Целевая цена, \$	16,0
Потенциал роста, %	19%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2010П	2011П
Выручка	2121	2770
ЕБИТДА	118	174
Чистая прибыль	4	35
P/S	0.5	0.4
EV/ЕБИТДА	11.9	8.1



- «Дикси» активно развивает свою розничную сеть и планирует увеличивать количество новых торговых точек. За 10 месяцев было открыто 69 магазинов (с учетом закрытий), а по итогам 2010 года сеть должна пополниться 109 торговыми точками. Отметим, что предыдущий прогноз был на уровне 100 новых магазинов за год. При этом капвложения, как ожидается, будут даже меньше планировавшихся ранее 2,5 млрд.рублей.
- Темпы роста выручки «Дикси» в текущем году увеличивались каждый квартал, в том числе за счет улучшения LFL-показателей. По итогам января-октября рост оборота составил 18% в рублях. Однако компания все же снизила свой прогноз роста рублевой выручки в 2010 году с 20% до 19%.
- Тяжелые погодные условия в июле-августе 2010 года не позволили «Дикси» добиться запланированного снижения операционных расходов, в частности, товарных потерь. В 3 квартале они составили около 2% от выручки. Кроме того, выросли расходы на оплату труда из-за дополнительных мотивационных выплат персоналу магазинов, а также повысились расходы на аренду. В результате рентабельность по ЕБИТДА в 3 квартале снизилась до 3,9%, а по итогам 9 месяцев 2010 года составила 5% по сравнению с 5,4% годом ранее.
- В 4 квартале 2010 года компания рассчитывает на рост эффективности, однако из-за слабых результатов 3 квартала менеджмент снизил свой прогноз рентабельности по ЕБИТДА в текущем году с 6% до 5,6-5,7%.
- Понижение компанией прогноза выручки и ЕБИТДА 2010 года не оказало негативного влияния на нашу оценку стоимости компании, т.к. наш прогноз изначально был более консервативным. В связи с этим мы оцениваем влияние понижения прогноза как нейтральное.
- Менеджмент «Дикси» представил свой прогноз на 2011 год. В следующем году компания рассчитывает открыть 150 магазинов, направив на инвестиции до 3 млрд.рублей. Рост выручки планируется на уровне 25% в рублях. Рентабельность по ЕБИТДА ожидается на уровне 6,5%. Отметим, что мы прогнозируем более низкую рентабельность, на уровне 6,3%.
- Мы внесли изменения в нашу модель оценки стоимости акций «Дикси». Целевая цена повышена с \$11,2 (на конец 2010 года) до \$16 (на конец 2011 года), в основном за счет повышения прогноза выручки из-за более активного расширения розничной сети, а также снижения ставки дисконтирования. Рекомендация повышена с «Держать» до «Покупать».

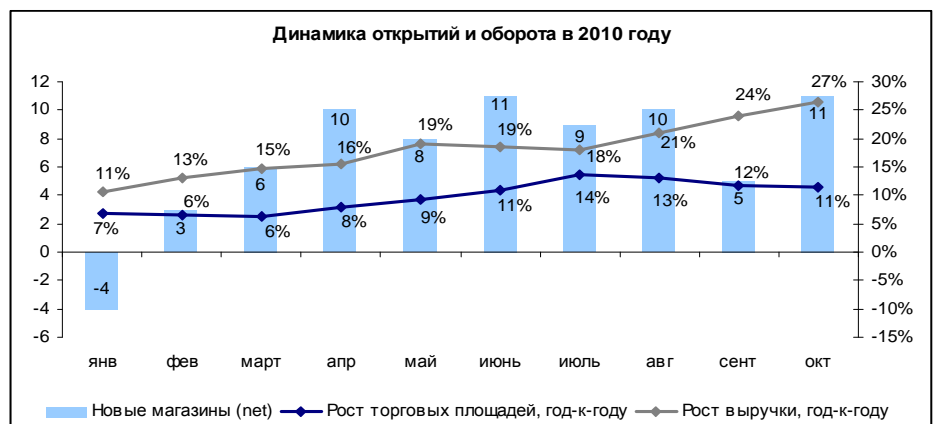
**За 11 месяцев года «Дикси» открыла 79 магазинов, а в декабре должно быть открыто еще 30**

### Рост открытий и продаж набирает обороты...

«Дикси» в текущем году заметно увеличила темпы открытия новых магазинов и расширения торговых площадей. За 10 месяцев года компания открыла 69 новых магазинов (net), увеличив торговую площадь на 11,5%, до 221 тыс.кв.м. Согласно предварительным данным компании, в ноябре было открыто еще 10 торговых точек, в результате общее их количество выросло до 616. Отметим, что в текущем году компания открывала новые магазины только в формате дискаунтера.

По прогнозу менеджмента «Дикси», по итогам 2010 года количество открытий (net) вырастет до 109, т.е. в течение декабря розничная сеть должна увеличиться еще на 30 магазинов. Общее количество магазинов по итогам года ожидается на уровне 646.

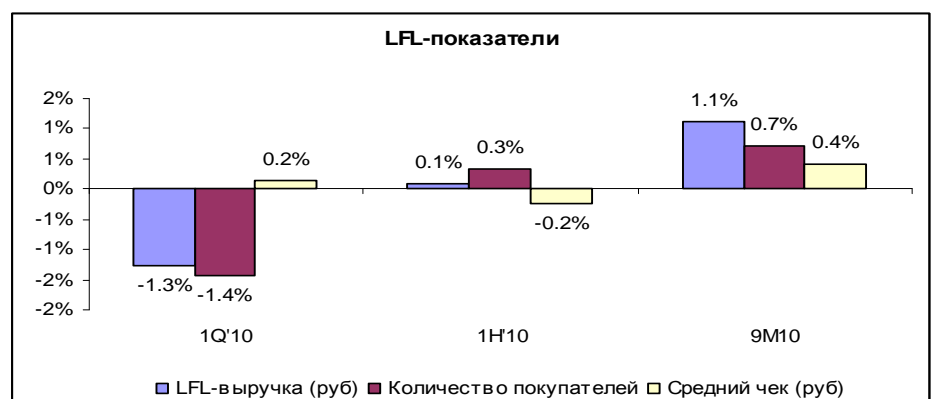
Расширение торговых площадей положительно повлияло и на динамику оборота розничной сети. Темпы роста выручки в 2010 году увеличились от месяца к месяцу. По итогам января-октября совокупные продажи «Дикси» достигли 52 млрд.рублей, продемонстрировав рост на уровне 18% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом если в 1 квартале выручка увеличилась на 13%, то уже во 2 квартале роста составил 18%, а в 3 квартале – 21%.



Источник: данные компании

**Показатели сопоставимых существенно улучшились за год, в основном за счет роста трафика**

Помимо открытия новых магазинов, увеличению выручки способствовал и рост продаж сопоставимых магазинов сети. По итогам 9 месяцев 2010 года LFL-выручка магазинов, открытых до 2008 года, увеличилась на 1,1% за счет роста трафика на 0,7% и суммы среднего чека на 0,4%. При этом LFL-показатели «Дикси» улучшались каждый квартал.



Источник: данные компании  
\*данные магазинов, открытых до 01.01.2008

**Дикси снизила прогноз роста  
рублевой выручки 2010 года с  
20% до 19%**

**В 2011 году компания планирует  
открыть 150 новых магазинов и  
увеличить выручку на 25%**

**... но по итогам года выручка будет немного ниже запланированной.**

После публикации финансовых результатов 9 месяцев 2010 года компания снизила свой прогноз роста рублевой выручки в текущем году до 19%. Предыдущий прогноз был на уровне 20%.

Отметим, что мы не считаем снижение прогноза по выручке существенным негативом. Во-первых, изменение не столь существенно, а во-вторых, мы изначально закладывали в нашу модель более консервативный прогноз роста выручки в 2010 году, на уровне 19,5%.

**В следующем году темпы открытий и рост выручки должны быть выше**

Согласно обнародованному прогнозу на 2011 год, в следующем году ожидается открытие 150 новых магазинов (net) и рост рублевой выручки на 25%. Объем капложений запланирован на уровне до 3 млрд.рублей, большая часть которых пойдет на расширение торговой сети. Финансировать капложения компания намерена за счет собственного операционного потока денежных средств.

Помимо расширения розничной сети, внести свой вклад в рост выручки должно и увеличение продаж сопоставимых магазинов. «Дикси» прогнозирует рост LFL-выручки в 2011 году на уровне 7-8% в рублях.

При этом компания не рассчитывает на существенный рост среднего чека. Потребительский спрос, как ожидается, будет по-прежнему во многом зависеть от уровня цен, особенно в сегменте дискаунтеров. Кроме того, конкуренция на розничном рынке продолжает расти. В связи с этим, ритейлеры, работающие в невысоком ценовом сегменте, будут достаточно ограничены в возможностях увеличения цен в магазинах. По нашему мнению, скорее можно ожидать, что компании продолжат свою промоактивность в борьбе за покупателя. И «Дикси», согласно заявлению менеджмента, будет в следующем году концентрироваться прежде всего на росте трафика.

**Жаркое лето привело к дополнительным издержкам**

В 3 квартале «Дикси» продолжила политику «инвестиций» в оборот, направленную на увеличение количества покупателей, но оказывающую определенное давление на рентабельность. По итогам января-сентября 2010 года валовая рентабельность розничной сети составила 25,9% по сравнению с 26,8% годом ранее. В 3 квартале валовая рентабельность снизилась с 26,1% до 25,8%.

**Основные показатели, млн.руб.**

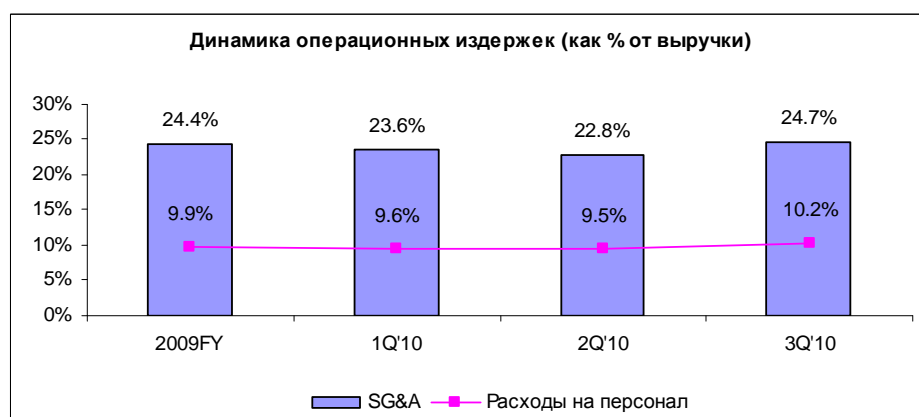
	3Q09	3Q10	Изм-е	9M09	9M10	Изм-е
Выручка	12868.0	15530.7	20.7%	39621.7	46360.1	17.0%
Валовая прибыль	3358.5	4013.7	19.5%	10612.7	12001.9	13.1%
Валовая рентабельность	26.1%	25.8%		26.8%	25.9%	
ЕБИТДА	659.8	604.8	-8.3%	2123.9	2299.3	8.3%
Рентабельность по ЕБИТДА	5.1%	3.9%		5.4%	5.0%	
Операционная прибыль	273.6	50.5	-81.5%	958.6	1009.1	5.3%
Операционная рентабельность	2.1%	0.3%		2.4%	2.2%	
Чистая прибыль	-2.8	-112.2		-102.0	-37.3	

Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

Снижение прибыльности на уровне валовой прибыли было ожидаемым, и компания планировала отчасти компенсировать его за счет сокращения доли операционных издержек, однако непривычно жаркая погода, установившаяся в России в июле-августе 2010 года, внесла свои негативные коррективы.

**В июле-августе компания несла дополнительные издержки из-за премий персоналу и товарных потерь**

В частности, дополнительные мотивационные премии персоналу магазинов способствовали увеличению издержек на оплату труда, их доля в выручке, по нашим расчетам, в 3 квартале 2010 года выросла до 10,2% с 9,5% во 2 квартале и 9,7% в июле-сентябре 2009 года. Кроме того, жаркая погода привела к дополнительным товарным потерям, в результате чего «Дикси» не удалось достичь их запланированного снижения. По итогам 3 квартала 2010 года потери составили 2% от выручки, а за 9 месяцев года – 2,2% по сравнению с 1,9% годом ранее. В целом доля SG&A в выручке компании по итогам 3 квартала выросла до 24,7% с 24% в июле-сентябре прошлого года. Для сравнения, во 2 квартале 2010 года SG&A составили 22,8% от продаж.



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

**Рентабельность по EBITDA в 3 квартале 2010 года сократилась до 3,9%, прогноз на год снижен до 5,6-5,7%**

В результате операционная рентабельность «Дикси» в 3 квартале 2010 года составила лишь 0,3% по сравнению с 2,1% годом ранее. Рентабельность по EBITDA сократилась с 5,1% до 3,9%.

Чистый убыток розничной сети по итогам 3 квартала составил 112 млн.руб., а за 9 месяцев – 37 млн.руб. Помимо снижения эффективности на уровне операционной прибыли, существенное давление оказал рост налоговых отчислений, который во многом был связан с высоким уровнем товарных потерь. Эффективная ставка налогообложения «Дикси» по итогам 9 месяцев 2010 года составила 110%.

#### **Компания снизила прогноз рентабельности в текущем году**

Снижение рентабельности в 3 квартале года вынудило компанию пересмотреть ожидаемый уровень эффективности за год. Прогноз рентабельности по EBITDA в 2010 году был снижен с 6% до 5,6-5,7%.

В 4 квартале года менеджмент «Дикси» рассчитывает на рост показателей. В частности, валовая рентабельность ожидается на уровне 26-27%, что должно позволить за год продемонстрировать рентабельность 25-26%. Кроме того, планируется и рост эффективности в области контроля расходов. Компания намерена снизить уровень товарных потерь до 1,7-1,8% от выручки.

**«Дикси» прогнозирует  
рентабельность по EBITDA в 2011  
году на уровне 6,5%**

### **Менеджмент рассчитывает повысить эффективность в 2011 году**

Конкуренция на рынке и сохраняющаяся на достаточно высоком уровне чувствительность покупателей к ценам, скорее всего, не позволят «Дикси» в следующем году ослабить ценовую политику и существенно снизить промоактивность. По нашему мнению, и в 2011 году рост цен в магазинах сети будет в среднем ниже инфляции. Однако поддержку рентабельности должны оказать как дальнейшее усовершенствование логистики и работа над закупочными условиями, так и увеличение объемов прямого импорта, которым компания начала заниматься осенью 2010 года. Озвученный во время телеконференции прогноз валовой рентабельности «Дикси» в следующем году находится на уровне 26%, т.е. компания рассчитывает по меньшей мере не снизить показатель по сравнению с текущим годом.

Между тем, компания рассчитывает на весомый рост эффективности на уровне EBITDA. Прогноз рентабельности по EBITDA в 2011 году, озвученный во время телеконференции, составляет 6,5%.

Основной рост эффективности планирует достичь за счет контроля над операционными издержками. Прежде всего, «Дикси» рассчитывает заметно сократить уровень товарных потерь, до 1,6% от выручки. По итогам текущего года на потери придется, по нашим расчетам, порядка 2% продаж компании. Также компания рассчитывает постепенно снижать долю расходов на транспортировку продукции за счет дальнейшего развития системы логистики.

Однако следует отметить, что по ряду издержек какая-либо существенная экономия вряд ли возможна, по крайней мере в ближайшее время. В первую очередь давление будет оказывать рост единого социального налога в 2011 году с 26% до 34%, тем более что расходы на оплату труда составляют более 40% операционных издержек ритейлера. Кроме того, в течение года ожидается и индексация зарплат персонала. Согласно информации компании, рост зарплат операционного персонала в следующем году может составить порядка 10% с учетом увеличения налога. Однако за счет сокращения количества персонала на магазин «Дикси» рассчитывает в какой-то мере компенсировать дополнительные расходы и будет стремиться удерживать долю расходов на персонал в выручке на уровне 2010 года. Также, согласно заявлению менеджмента «Дикси», нельзя исключать некоторого роста доли расходов на аренду в выручке в следующем году, в первую очередь в связи с общим оживлением рынка коммерческой недвижимости. Возможно, что для компенсации этого увеличения компания нарастит долю собственных магазинов в открытиях.

### **Долговая нагрузка не вызывает опасений**

Ситуация с обязательствами «Дикси» в настоящее время не вызывает опасений. Общий финансовый долг по итогам 9 месяцев 2010 года составил 8,2 млрд.рублей. Из них 3 млрд.руб. приходится на рублевые облигации, подлежащие погашению в марте 2011 года, и около 5 млрд.руб. – синдицированный кредит, привлеченный компанией в июне 2010 года под ставку Mosprime+4% на 4 года. Соотношение долг/EBITDA по итогам 9 месяцев года было на уровне 2,6.

Таким образом, обязательства «Дикси» в настоящее время по большей части долгосрочные и номинированы в рублях. После погашения облигаций весной следующего года долговая нагрузка снизится, и по нашим расчетам, соотношение долг/EBITDA к концу 2011 года будет на уровне 1,4. Следует также отметить, что финансировать инвестиции компания намерена за счет собственного операционного потока, так что необходимости привлечения новых крупных займов, скорее всего, в ближайшее время не возникнет.

### Обновление прогнозов и модели

Мы внесли изменения в наш прогноз операционных и финансовых показателей «Дикси». Основные изменения были связаны с увеличением количества новых магазинов. Мы учли как результаты, продемонстрированные компанией в текущем году, так и прогноз менеджмента относительно дальнейшего развития розничной сети.

Соответственно, был повышен и прогноз выручки, но только с 2012 года. Прогноз на 2010 и 2011 годы изменился незначительно.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Количество новых магазинов</b>						
Предыдущий прогноз	98	87	77	67	57	н/д
Новый прогноз	109	150	107	107	107	107
<b>Выручка, млн.руб.</b>						
Предыдущий прогноз	64834	81020	96943	112859	128060	н/д
Новый прогноз	64485	80400	102166	123044	144666	167272

Мы немного повысили прогноз доли операционных издержек в выручке на протяжении всего прогнозного периода, в первую очередь в связи с тем, что мы учли рост социального налога и соответствующее увеличение издержек на оплату труда. Однако мы также пересмотрели в сторону повышения прогноз валовой рентабельности в соответствии с озвученным менеджментом розничной сети уровнем. В связи с этим, прогноз рентабельности по EBITDA не претерпел существенных изменений. В частности, по итогам 2011 года мы по-прежнему ожидаем показатель на уровне 6,3%. Это немного ниже, чем обозначенный компанией уровень, однако мы, как и ранее, предпочитаем быть более консервативными.

### Прогноз основных финансовых показателей

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Выручка, млн.руб.</b>						
Предыдущий прогноз	64834	81020	96943	112859	128060	н/д
Новый прогноз	64485	80400	102166	123044	144666	167272
<i>Изменение</i>	-0.5%	-0.8%	5.4%	9.0%	13.0%	
<b>Валовая рентабельность</b>						
Предыдущий прогноз	25.3%	25.5%	25.7%	25.9%	26.0%	н/д
Новый прогноз	26.0%	26.0%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
<b>Рентабельность по EBITDA</b>						
Предыдущий прогноз	5.8%	6.3%	6.8%	7.1%	7.2%	н/д
Новый прогноз	5.6%	6.3%	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%

С учетом обновленного прогноза финансовых показателей, мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций «Дикси». Также была снижена ставка дисконтирования, с 15,5% до 14,7%, в связи с уменьшением безрисковой ставки. Темпы роста в постпрогнозный период остались без изменения. Прогнозный период был увеличен на один год. Денежные потоки приведены к концу 2011 года.

### Модель дисконтированных денежных потоков

	2011	2012	2013	2014	2015
ЕБИТ	101	159	209	252	289
Налог на ЕБИТ	20	32	42	50	58
Амортизация	73	88	104	122	139
Сарех	114	132	161	191	192
Изменение неденежной части оборотного капитала	-33	-37	-31	-39	-31
<b>Денежный поток</b>	<b>73</b>	<b>121</b>	<b>142</b>	<b>171</b>	<b>209</b>
Ставка дисконтирования	14.7%				
Дисконтированный денежный поток		105	108	114	121
Сумма ДДП	448				
Темпы роста в постпрогнозном периоде	3.5%				
Продленная стоимость	1933				
Приведенная продленная стоимость	1117				
Стоимость компании	1565				
Чистый долг, 2011П	189				
Доля миноритариев	0.4				
Стоимость акционерного капитала	1375				
Количество акций, млн.шт.	86				
Стоимость на акцию, \$	16.0				

Наша обновленная целевая цена акций «Дикси» составляет \$16 за акцию. В настоящий момент потенциал роста составляет около 19%. Мы повышаем нашу рекомендацию по бумагам с «Держать» до «Покупать».

### Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогнозном периоде	Ставка дисконтирования	13.7%	14.2%	14.7%	15.2%	15.7%
	2,5%		16.4	15.6	14.8	14.1
3,0%		17.1	16.2	15.4	14.6	13.9
3,5%		17.9	16.9	<b>16.0</b>	15.2	14.4
4,0%		18.7	17.6	16.7	15.8	15.0
4,5%		19.6	18.5	17.4	16.4	15.5

## Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S '11	EV/EBITDA '11	EBITDA margin '11
<b>Дикси</b>	DIXY RU	1152	1406	0.4	8.1	6.3%
<b>Российские аналоги</b>						
X5 Retail Group	FIVE LI	11135	13008	0.7	10.6	8.0%
Магнит	MGNT RU	11398	11680	1.1	13.2	8.3%
<i>Среднее по российским аналогам</i>				0.9	11.9	8.2%
<b>Развитые рынки</b>						
Carrefour	CA FP	30460	45706	0.2	6.4	5.7%
Tesco	TSCO LN	53976	68094	0.5	7.5	8.6%
Metro AG	MEO GR	23631	34809	0.3	6.5	5.7%
Walmart	WMT US	193808	242481	0.4	6.9	7.9%
Sainsbury	SBRY LN	10846	13639	0.3	6.4	6.0%
Casino Guichard	CO FP	10672	19127	0.3	6.7	6.9%
Delhaize Group	DELB BB	7340	10075	0.3	4.9	7.5%
Kroger	KR US	13800	20847	0.2	5.2	4.7%
Safeway	SWY US	8038	12700	0.2	5.2	5.8%
<i>Среднее по развитым</i>				0.3	6.2	6.6%
<b>Развивающиеся рынки</b>						
Lianhua Supermarket	980 HK	2799	2089	0.6	10.0	4.7%
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	3334	3477	0.4	8.3	4.8%
Wumart Stores Inc	8277 HK	3070	2966	1.3	15.3	8.0%
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	1198	2624	0.3	7.2	7.9%
Migros	MGROS TI	3149	4132	0.6	12.4	6.6%
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	51471	50293	1.6	15.7	10.1%
Dairy Farm	DFI SP	11352	11292	1.3	15.0	8.3%
Bim Birlsiek	BIMAS TI	5174	5020	0.9	17.7	5.2%
Cencosud	CENCOSUD CI	17975	20986	1.2	15.3	8.8%
CP All	CPALL TB	5916	5310	1.1	11.4	8.9%
<i>Среднее по развивающимся</i>				0.9	12.8	7.3%
<b>Премия к российским аналогам</b>				<b>-54%</b>	<b>-32%</b>	
<b>Премия к зарубежным аналогам развитых рынков</b>				<b>42%</b>	<b>31%</b>	
<b>Премия к зарубежным аналогам развивающихся рынков</b>				<b>-55%</b>	<b>-37%</b>	

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

«Дикси» торгуется с существенным дисконтом как к российским продуктовым ритейлерам, так и к зарубежным аналогам развивающихся рынков. Отчасти это можно объяснить более низкой рентабельностью компании. Однако на наш взгляд, дисконт все же слишком велик, и бумаги «Дикси» имеют потенциал роста.

## Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Выручка</b>	<b>2121</b>	<b>2770</b>	<b>3672</b>	<b>4478</b>	<b>5260</b>	<b>6082</b>
Себестоимость	1568	2050	2714	3309	3887	4494
Валовая прибыль	553	720	958	1169	1373	1587
<i>Валовая рентабельность</i>	26.1%	26.0%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
Общие и административные расходы	495	619	799	960	1121	1299
<b>Операционная прибыль</b>	<b>57</b>	<b>101</b>	<b>159</b>	<b>209</b>	<b>252</b>	<b>289</b>
<i>Операционная рентабельность</i>	2.7%	3.7%	4.3%	4.7%	4.8%	4.7%
Финансовые доходы	1	2	2	3	3	4
Финансовые расходы	25	22	20	17	9	6
Прибыль/убыток от курсовых разниц	-3	-2	0	0	0	0
Прибыль до налогообложения	30	79	141	195	246	287
Налог на прибыль	26	43	57	59	49	57
<b>Чистая прибыль</b>	<b>4</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>137</b>	<b>197</b>	<b>229</b>
<i>Чистая рентабельность</i>	0.2%	1.3%	2.3%	3.0%	3.7%	3.8%

## Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Денежные средства и эквиваленты	32.8	51.8	134.9	154.1	216.3	387.9
Запасы	137.8	176.0	237.1	265.1	319.6	351.2
Торговая и проч. дебиторка	37.1	65.7	65.0	97.0	94.3	126.8
Прочие текущие активы	37.8	37.9	39.5	40.0	40.0	40.0
<b>Итого текущие активы</b>	<b>245.5</b>	<b>331.4</b>	<b>476.6</b>	<b>556.2</b>	<b>670.3</b>	<b>905.9</b>
Основные средства	430.6	466.7	527.8	587.6	652.3	702.7
Гудвил	13.3	13.9	14.5	14.7	14.7	14.7
Нематериальные активы	13.2	15.2	17.4	19.4	21.3	23.4
Прочие долгосрочные активы	51.6	58.8	69.5	79.9	89.8	102.1
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>508.6</b>	<b>554.5</b>	<b>629.2</b>	<b>701.6</b>	<b>778.2</b>	<b>842.9</b>
<b>Всего активов</b>	<b>754.1</b>	<b>886.0</b>	<b>1105.8</b>	<b>1257.8</b>	<b>1448.4</b>	<b>1748.8</b>
Банковские займы	3.3	17.2	125.8	136.5	36.4	36.4
Облигации	101.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	3.3	3.8	4.3	4.8	5.3	5.9
Кредиторская задолженность	247.5	343.7	439.7	528.1	615.6	706.2
Прочие текущие обязательства	10.2	14.1	17.3	20.7	24.4	29.0
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>365.6</b>	<b>378.8</b>	<b>587.2</b>	<b>690.1</b>	<b>681.7</b>	<b>777.4</b>
Банковские займы	161.2	224.0	125.8	27.3	36.4	36.4
Облигации	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	4.7	5.4	6.2	6.9	7.6	8.3
Отложенные налоговые обязательства	28.5	42.5	69.1	102.9	145.0	181.5
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>194.4</b>	<b>271.8</b>	<b>201.0</b>	<b>137.1</b>	<b>188.9</b>	<b>226.2</b>
Доля меньшинства	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Уставный капитал	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
Добавочный капитал	135.3	141.7	147.8	149.7	149.5	149.5
Нераспределенная прибыль	58.5	93.2	169.2	280.6	427.8	595.2
<b>Итого капитал</b>	<b>193.8</b>	<b>234.9</b>	<b>317.1</b>	<b>430.2</b>	<b>577.4</b>	<b>744.8</b>
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>754.1</b>	<b>886.0</b>	<b>1105.8</b>	<b>1257.8</b>	<b>1448.4</b>	<b>1748.8</b>

## Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прибыль до налогообложения	30.4	78.8	141.3	195.0	245.9	286.6
Амортизация ОС	54.4	64.1	77.6	91.6	107.0	122.6
Амортизация НМА	2.9	3.4	4.1	4.8	5.6	6.5
Аморт-я первонач.расходов по лизингу	3.7	5.0	6.5	7.8	8.9	10.1
Процентные расходы	24.9	22.4	20.1	16.7	9.5	5.8
Прочие статьи	3.4	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Изменение в оборотном капитале:						
Изменение дебиторской задолженности	9.0	-26.8	3.5	-31.2	2.6	-32.5
Изменение товаров и запасов	-28.5	-31.7	-53.5	-25.1	-54.7	-31.6
Изменение кредиторской задолженности	33.8	84.4	81.2	82.9	88.0	90.6
Изменение в налоговых обязательствах и авансах	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>	<b>132.0</b>	<b>200.8</b>	<b>280.8</b>	<b>342.6</b>	<b>412.7</b>	<b>458.2</b>
Уплаченный налог на прибыль	-26.3	-43.3	-56.5	-58.5	-49.2	-57.3
Уплаченные проценты	-24.9	-22.4	-20.1	-16.7	-9.5	-5.8
<b>Денежный поток от основной деятельности</b>	<b>80.7</b>	<b>135.2</b>	<b>204.2</b>	<b>267.4</b>	<b>354.1</b>	<b>395.0</b>
Приобретение основных средств	-65.9	-79.7	-118.6	-144.8	-172.3	-172.9
Первонач.затраты по лизингу	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
Приобретение НМА	1.0	-1.4	-1.6	-1.8	-1.9	-2.1
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-65.2</b>	<b>-81.4</b>	<b>-120.6</b>	<b>-147.0</b>	<b>-174.8</b>	<b>-175.6</b>
Кредиты и займы	-22.1	-37.1	0.0	-91.0	-90.9	0.0
Платежи по фин.лизингу	-4.2	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
Дивиденды	0.0	0.0	-3.7	-12.9	-27.3	-49.2
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>-26.3</b>	<b>-36.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>-102.8</b>	<b>-117.0</b>	<b>-47.9</b>
Увеличение денежных средств	-10.8	17.4	80.8	17.5	62.4	171.6
Денежные средства на начало года	43.8	34.4	54.0	136.6	154.0	216.3
<b>Денежные средства на конец года</b>	<b>33.1</b>	<b>51.8</b>	<b>134.9</b>	<b>154.1</b>	<b>216.3</b>	<b>387.9</b>

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

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

**Самарец Ольга**

Потребительский сектор  
доб. тел.: 6170  
[samarets@prsp.ru](mailto:samarets@prsp.ru)

**Солодин Дмитрий**

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

**Егишянц Сергей**

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

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

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

**Кузнецова Ирина**

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

**Хмельник Михаил**

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

**Синельщикова Екатерина**

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

**Зуев Дмитрий**

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

**Билялов Энвер**

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

**Гусев Николай**

[ngusev@prospect.com.ru](mailto:ngusev@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](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.