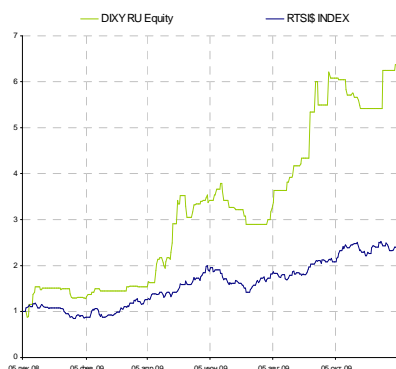


Дикси – пересмотр прогнозов

Дикси	
Тикер	DIXY
Цена, \$	7.6
Кол-во акций, шт.	86 000 000
Капитализация, \$ млн.	645
EV, \$ млн.	941
Целевая цена, \$	9,9
Потенциал роста, %	30%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2008	2009П
Выручка	1943	1716
ЕБИТДА	113	92
Чистая прибыль	-13.0	0.3
P/S	0.3	0.4
EV/ЕБИТДА	8.3	10.3

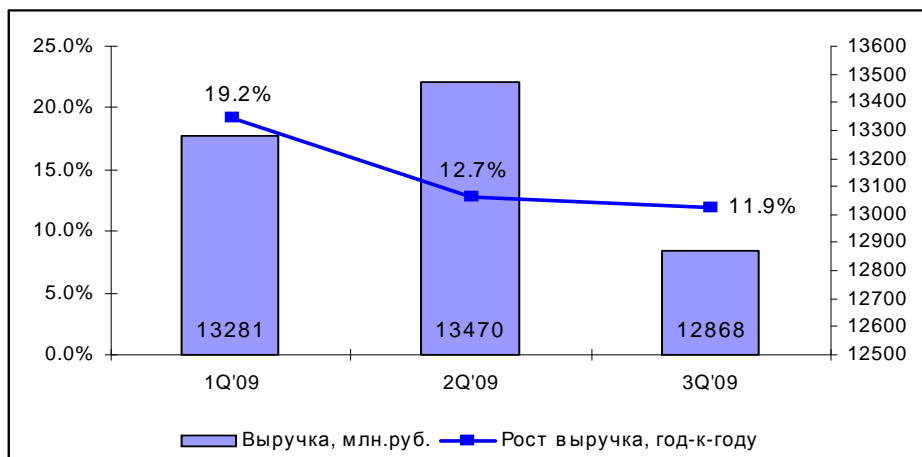


- Группа «Дикси» 2 декабря опубликовала финансовые показатели 3 квартала и 9 месяцев 2009 года. Кроме того, во время телеконференции менеджмент компании обнародовал некоторые прогнозы относительно дальнейшего развития розничной сети. С учетом новых данных мы внесли изменения в нашу модель оценки акций «Дикси». В целом, результаты работы компании были близки к нашим ожиданиям, поэтому целевая цена изменилась незначительно, до \$9,9 за акцию. **Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по бумагам компании.**
- По заявлению менеджмента компании, ситуация с трафиком в последние месяцы улучшилась. Маркетинговая и ценовая политика компании, проведение промоакций способствуют привлечению покупателей и росту конкурентоспособности розничной сети на рынке.
- Как и предполагалось, показатели рентабельности в 3 квартале снизились по сравнению со 2 кварталом. Однако в целом снижение, по нашему мнению, было не столь значительным, как можно было ожидать, учитывая давление со стороны ценообразования. Валовая рентабельность в 3 квартале составила 26,1%, не изменившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рентабельность по ЕБИТДА была на уровне 5,1% по сравнению с 5,3% годом ранее.
- «Дикси» снизила прогноз выручки в 2009 году с 56-58 млрд.руб. до 54 млрд.руб., что предполагает рост по итогам года на уровне 12%. В следующем году компания рассчитывает нарастить продажи как минимум на 20%, в том числе за счет роста LFL-выручки на 9%. Планы развития розничной сети предполагают открытие в 2010 году около 100 новых магазинов при капвложениях на уровне 2,5-3 млрд.руб.

Ситуация с продажами постепенно улучшается

Темпы роста выручки «Дикси» в текущем году снижались. Причиной стало как замедление развития розничной сети, так и снижение продаж «зрелых» магазинов. По итогам 9 месяцев 2009 года LFL-выручка магазинов, открытых до 2007 года, снизилась на 4,5%. При этом сумма среднего чека выросла, а сокращение продаж произошло из-за снижения трафика.

Динамика продаж «Дикси» в январе-сентябре 2009 года



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

Однако компания, начиная со второго полугодия, начала достаточно активно проводить промоакции, направленные на рост количества покупателей, и это дало свои результаты. По итогам 9 месяцев года снижение трафика в сопоставимых магазинах было меньше, чем в первом полугодии. И по заявлению менеджмента «Дикси», в октябре и ноябре текущего года ситуация с трафиком также улучшалась. Можно надеяться, что декабрь, традиционно самый удачный месяц для розничной торговли, улучшит показатели и в текущем году.

Количество покупателей стало расти в последние месяцы

Давление на рентабельность удается сдерживать

Как и ожидалось, в 3 квартале показатели рентабельности «Дикси» снизились по сравнению с предыдущим кварталом. Основное давление на валовую рентабельность оказывает ценовая политика компании. Отметим, что частично давление со стороны промоаций было компенсировано за счет развития системы логистики, роста централизации продаж.

Рентабельность в 3 квартале снизилась, но была лучше ожиданий

Дополнительное давление на операционную рентабельность и рентабельность по EBITDA оказали расходы на аренду. В текущем году «Дикси» практически все магазины открывала на арендованных площадях, что и привело к увеличению издержек. По итогам 9 месяцев года доля расходов на аренду выросла до 4,2% по сравнению с 3,6% годом ранее. В то же время, общее снижение ставок аренды на рынке и заключение новых долгосрочных договоров способствовали улучшению ситуации, в абсолютном выражении расходы на аренду снижались в течение года – с 575 млн.руб. в 1 квартале до 538 млн.руб. в 3 квартале.

Поддержку рентабельности оказало снижение доли расходов на оплату труда в выручке. Оптимизация численности персонала позволила компании сократить долю этих расходов в 3 квартале 2009 года до 9,7% по сравнению с 10,3% в 1 полугодии. По итогам 9 месяцев года доля расходов на персонал снизилась до 10,1% по сравнению с 10,2% в январе-сентябре 2008 года.

В результате рентабельность по EBITDA «Дикси» в 3 квартале 2009 года составила 5,1% по сравнению с 5,3% годом ранее, а по итогам 9 месяцев практически не изменилась. По сравнению со 2 кварталом, когда рентабельность продемонстрировала впечатляющий рост до 7,3%, снижение в 3 квартале составило 2,2 п.п. Однако эффективность работы компании в июле-сентябре текущего года, по нашему мнению, была выше, чем можно было ожидать, учитывая промоактивность.

Основные финансовые показатели, \$ млн.

	3Q08	3Q09	Изм-е	9M08	9M09	Изм-е
Выручка	474.3	410.8	-13%	1438.7	1219.8	-15%
Валовая прибыль	123.8	107.4	-13%	359.0	326.7	-9%
<i>Валовая рентабельность</i>	26.1%	26.1%		25.0%	26.8%	
EBITDA	25.1	21.1	-16%	78.6	65.4	-17%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	5.3%	5.1%		5.5%	5.4%	
Чистая прибыль	-2.2	-0.1		10.1	-3.1	

Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

Убыток в 3 квартале связан с товарными потерями

Получение компанией убытка по итогам 3 квартала было связано с существенным увеличением расходов по налогу на прибыль. За квартал они составили порядка \$8 млн., на уровне прибыли до налогообложения. Причиной столь значительного роста расходов стал большой объем товарных потерь, не вычитаемых из налогооблагаемой базы. В 3 квартале 2009 года потери были на уровне 1,8% от оборота, однако следует отметить, что этот показатель постепенно снижается. В 2010 году компания рассчитывает снизить товарные потери до 1,5% от оборота.

В 2010 году компания рассчитывает на рост выручки более 20%

Новые прогнозы

Во время телеконференции менеджмент «Дикси» озвучил ряд прогнозов относительно дальнейшего развития сети. Прогноз выручки в текущем году был снижен с 56-58 млрд.руб. до 54 млрд.руб., что в принципе было ожидаемым, учитывая динамику продаж за 10 месяцев. Прогноз расширения розничной сети остался практически без изменений, на уровне 70 новых магазинов по итогам года. При этом закрыто по итогам года будет около 20 торговых точек.

В 2010 году «Дикси» планирует открыть около 100 новых магазинов. При этом рост выручки ожидается как минимум на 20%, при увеличении LFL-продаж на 9%. Уровень капвложений в следующем году прогнозируется на уровне 2,5-3 млрд.руб. Также компания рассчитывает повысить эффективность деятельности. Прогноз рентабельности по EBITDA на 2010 год составляет 6,5%.

Обновление модели

С учетом результатов 3 квартала и прогнозов менеджмента «Дикси» относительно дальнейшего развития компании мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций розничной сети.

Наш прогноз открытия новых магазинов и расширения торговых площадей изменился незначительно, т.к. озвученные менеджментом планы развития в целом совпали как с предыдущими прогнозами, так и с нашими ожиданиями. Мы немного повысили прогноз открытия новых дискаунтеров «Дикси» в 2009 году – с 50 до 55, прогноз же на 2010 год был понижен на 5 торговых точек. Ожидания относительно развития форматов «Мегамарт» и «Минимарт» остались прежними.

Обновленный прогноз операционных показателей

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Количество новых магазинов						
Дикси	55	85	80	70	60	50
Мегамарт	2	2	2	2	2	2
Минимарт	1	3	5	5	5	5
Торговая площадь, тыс.кв.м.						
Дикси	171	200	226	250	270	286
Мегамарт	33	37	42	46	51	55
Дикси	170	200	226	250	270	286

Мы немного понизили наш прогноз выручки...

Мы немного понизили наш прогноз выручки «Дикси», в среднем на 2,5% в прогнозном периоде. В частности, в текущем году показатель был скорректирован на 2,7% с учетом как результатов работы за 10 месяцев года, так и ожиданий менеджмента.

... но ожидаем более высокой рентабельности

Что касается эффективности работы розничной сети, то мы повысили прогноз валовой рентабельности в текущем году, учитывая результаты 3 квартала, с 25,8% до 26,5%. Развитие системы логистики и работа над оптимизацией отношений с поставщиками позволяют компании поддерживать рентабельность даже в условиях «инвестиций» в оборот. В 2010 году валовая рентабельность, как ожидает менеджмент, немного снизится, т.к. компания продолжит проводить промоакции, направленные на рост трафика и повышение конкурентоспособности компании. Мы немного снизили наш прогноз валовой рентабельности, начиная с 2011 года, но все же ожидаем постепенный рост эффективности.

Прогноз рентабельности по EBITDA в 2009 году мы повысили до 5,3%, с учетом рентабельности в 3 квартале, которая была выше, чем мы ожидали. Наш прогноз рентабельности по EBITDA на 2010 год составляет 6%, что ниже уровня, озвученного менеджментом. Однако в настоящее время мы предпочитаем более консервативный прогноз.

Наиболее существенно был понижен прогноз чистой прибыли и чистой рентабельности в 2009 году, с учетом значительных расходов по налогу на прибыль по итогам 9 месяцев года.

Прогноз основных финансовых показателей

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка, млн.руб.						
Предьдущий прогноз	55899	67350	83218	99146	114952	130469
Новый прогноз	54382	65588	81150	96699	112130	127279
Валовая рентабельность						
Предьдущий прогноз	25.8%	26.0%	26.2%	26.4%	26.6%	26.8%
Новый прогноз	26.5%	26.0%	26.1%	26.3%	26.3%	26.3%
Рентабельность по EBITDA						
Предьдущий прогноз	5.0%	5.6%	6.4%	7.1%	7.6%	8.0%
Новый прогноз	5.3%	6.0%	6.6%	7.3%	7.5%	7.7%
Чистая рентабельность						
Предьдущий прогноз	0.7%	1.6%	2.5%	3.6%	4.2%	4.6%
Новый прогноз	0.01%	1.3%	2.3%	3.4%	3.9%	4.2%

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.

Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	39	69	110	165	206	244
Налог на EBIT	8	14	22	33	41	49
Амортизация	49	58	69	81	92	101
Сарех	63	91	110	129	136	133
Изменение денежной части оборотного капитала	13	-31	-29	-21	-31	-18
Денежный поток	4	54	75	105	151	181
Ставка дисконтирования	15.5%					
Дисконтированный денежный поток		46	56	68	85	88
Сумма ДДП	344					
Темпы роста в постпрогнозном периоде	3.5%					
Продленная стоимость	1565					
Приведенная продленная стоимость	761					
Стоимость компании	1106					
Чистый долг, 2009П	257					
Доля миноритариев	0.1					
Стоимость акционерного капитала	849					
Кол-во акций, млн.шт.	86					
Стоимость на акцию, \$	9.9					

Наша обновленная целевая цена акций «Дикси» составляет \$9,9. Мы сохраняем нашу рекомендацию «Покупать».

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка	1715.5	2179.0	2796.3	3475.9	4080.4	4627.5
Себестоимость	1260.6	1612.5	2066.5	2561.7	3007.3	3410.4
Валовая прибыль	454.9	566.5	729.8	914.2	1073.2	1217.0
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>26.5%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.1%</i>	<i>26.3%</i>	<i>26.3%</i>	<i>26.3%</i>
Общие и административные расходы	415.7	497.2	620.2	749.1	867.6	973.4
Операционная прибыль	39.2	69.4	109.7	165.1	205.5	243.6
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>2.3%</i>	<i>3.2%</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.8%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.3%</i>
Финансовые доходы	1.0	1.3	1.7	2.1	2.4	2.8
Финансовые расходы	26.4	29.4	23.7	11.8	9.0	6.1
Прибыль/убыток от курсовых разниц	-3.6	-1.7	-1.7	0.0	0.0	0.0
Прибыль до налогообложения	10.3	39.6	86.0	155.4	198.9	240.3
Налог на прибыль	10.0	11.9	22.4	35.7	39.8	48.1
Чистая прибыль	0.3	27.7	63.6	119.7	159.1	192.3
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>0.01%</i>	<i>1.3%</i>	<i>2.3%</i>	<i>3.4%</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.2%</i>

Прогнозный баланс

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Денежные средства и эквиваленты	28.1	74.8	27.4	48.8	149.9	270.1
Запасы	101.7	150.9	169.0	220.9	235.5	277.6
Торговая и проч. дебиторка	32.5	38.4	53.4	60.2	75.1	79.2
Прочие текущие активы	40.1	39.5	39.3	41.0	41.5	41.4
Итого текущие активы	202.4	303.6	289.1	370.9	501.9	668.4
Основные средства	398.6	448.5	501.1	564.2	608.8	634.6
Гудвил	12.8	13.4	13.9	14.5	14.7	14.7
Нематериальные активы	15.8	18.3	20.8	23.9	26.6	29.3
Прочие долгосрочные активы	42.6	46.3	40.0	46.3	53.2	59.4
Итого долгосрочные активы	469.8	526.5	576.0	648.9	703.3	738.0
Всего активов	672.2	830.1	865.0	1019.8	1205.3	1406.3
Банковские займы	173.5	99.7	62.0	43.1	32.8	21.8
Облигации	2.5	102.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	5.6	3.3	3.4	3.6	3.6	3.6
Кредиторская задолженность	182.8	268.2	329.6	409.6	469.8	533.7
Прочие текущие обязательства	16.2	16.5	17.0	18.0	18.6	19.1
Итого краткосрочные обязательства	380.5	489.9	412.1	474.4	524.8	578.2
Банковские займы	0.0	99.7	144.7	100.6	76.4	50.9
Облигации	94.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый лизинг	5.6	5.0	5.2	5.4	5.5	5.5
Отложенные налоговые обязательства	5.3	11.7	13.6	35.7	62.6	92.1
Итого долгосрочные обязательства	105.5	116.4	163.5	141.8	144.5	148.5
Доля меньшинства	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Уставный капитал	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
Добавочный капитал	130.0	136.9	142.0	148.1	149.9	149.8
Нераспределенная прибыль	56.1	86.8	147.3	255.4	385.9	529.7
Итого капитал	186.1	223.7	289.3	403.5	535.8	679.5
Всего обязательства и капитал	672.2	830.1	865.0	1019.8	1205.3	1406.3

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Прибыль до налогообложения	10.3	39.6	86.0	155.4	198.9	240.3
Амортизация ОС	45.1	53.4	63.1	74.6	84.7	93.3
Амортизация НМА	3.9	4.6	5.5	6.5	7.4	8.1
Процентные расходы	26.4	29.4	23.7	11.8	9.0	6.1
Прочие статьи	9.5	2.6	-0.3	0.0	0.0	0.0
Изменение в оборотном капитале:						
Изменение дебиторской задолженности	-5.8	-4.2	-13.5	-4.5	-14.2	-4.2
Изменение товаров и запасов	1.5	-43.7	-12.5	-44.7	-11.8	-42.3
Изменение кредиторской задолженности	-4.4	75.7	51.4	65.8	55.1	64.3
Изменение в налоговых обязательствах и авансах	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Денежные средства от операционной деятельности	89.7	157.5	203.2	265.0	329.1	365.6
Уплаченный налог на прибыль	-10.0	-11.9	-22.4	-35.7	-39.8	-48.1
Уплаченные проценты	-26.4	-29.4	-23.7	-11.8	-9.0	-6.1
Денежный поток от основной деятельности	53.3	116.2	157.2	217.4	280.3	311.4
Приобретение осн. ср-в	-63.1	-82.1	-99.0	-116.1	-122.3	-119.7
Первонач. затраты по лизингу	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
Приобретение НМА	0.0	-1.7	-1.9	-2.2	-2.4	-2.7
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-63.4	-84.1	-101.3	-118.7	-125.2	-122.9
Кредиты и займы	5.2	16.6	-106.1	-71.9	-36.4	-36.4
Платежи по фин. лизингу	-7.7	-3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Дивиденды	0.0	0.0	0.0	-6.6	-18.2	-31.8
Денежный поток от финансовой деятельности	-2.5	13.2	-106.1	-78.5	-54.6	-68.2
Увеличение денежных средств	-12.6	45.3	-50.2	20.2	100.5	120.3
Денежные средства на начало года	40.7	29.6	77.6	28.6	49.4	149.8
Денежные средства на конец года	28.1	74.8	27.4	48.8	149.9	270.1

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр

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

Парфенов Дмитрий

Металлургия
доб. тел.: 6139
parfenov@prospect.com.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 «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 «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 «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 «Проспект».

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