

## Дикси – присвоение рекомендации

Дикси	
Тикер	DIXY
Цена, \$	7.4
Кол-во акций, шт.	86 000 000
Капитализация, \$ млн.	636.4
EV, \$ млн.	901.8
Целевая цена, \$	10.0
Потенциал роста, %	35%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2008	2009П
Выручка	1943.1	1763.4
EBITDA	104.5	89.0
Чистая прибыль	-13.0	12.2
P/S	0.3	0.4
P/E	-	52.2
EV/EBITDA	8.6	10.1

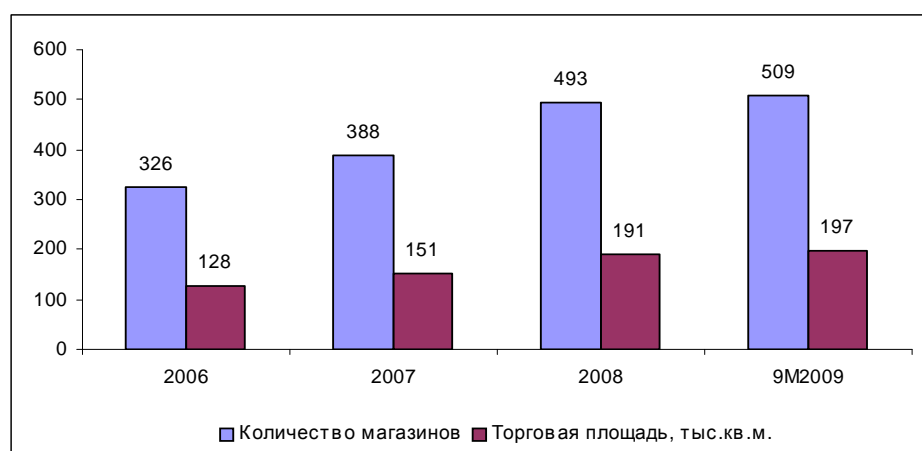


- Мы начинаем анализ акций ОАО «Дикси». Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость одной акции составляет \$10, что предполагает потенциал роста на уровне 35%. Мы присваиваем акциям компании рекомендацию «Покупать».
- «Дикси» - одна из крупнейших российских розничных сетей. Компания управляет 509 магазинами (по состоянию на конец сентября 2009 года), в том числе 487 дискаунтерами «Дикси», 8 супермаркетами «Минимарт» и 14 гипермаркетами «Мегамарт». Общая торговая площадь магазинов сети составляет 197 тыс.кв.м. Наш прогноз предполагает рост количества магазинов по итогам 2009 года до 534 и увеличение торговых площадей до 209 тыс.кв.м.
- В первом полугодии 2009 года компания отставала от конкурентов как по темпам открытий новых магазинов, так и по темпам роста выручки. Связано это было, прежде всего, с происходившими изменениями в системе логистики компании, в частности, на распределительном центре под Серпуховом. Начиная с середины года рост розничной сети ускорился, также компания начала активную работу над увеличением трафика.
- За 9 месяцев 2009 года выручка «Дикси» составила 39,62 млрд.руб. или около \$1216 млн. По итогам 2009 года менеджмент компании рассчитывает получить выручку на уровне 56-58 млрд.руб. На прогноз немного меньше – 55,9 млрд.руб.
- По итогам 1 полугодия 2009 года «Дикси» удалось существенно повысить эффективность деятельности, прежде всего на уровне валовой прибыли. Как ожидают в компании, результаты 3 квартала будут хуже, в частности, за счет давления на рентабельность в связи с проводимыми промоакциями. Однако уже начиная с 4 квартала ситуация должна улучшиться. Основной же рост финансовых показателей менеджмент ожидает начиная с 2010 года.
- Наш прогноз предполагает валовую рентабельность по итогам 2009 года на уровне 25,8%, а рентабельность по EBITDA – 5%. В 2010 году мы ожидаем рост валовой рентабельности до 26%, а рентабельности по EBITDA – до 5,6%. Отметим, что прогноз компании по рентабельности по EBITDA выше, но мы предпочитаем быть более консервативными. Основными факторами увеличения эффективности деятельности компании должны стать, на наш взгляд, снижение доли себестоимости в выручке за счет роста операций через собственные распределительные центры компании, а также сокращение доли операционных расходов, прежде всего, расходов на персонал.
- Долговая нагрузка «Дикси» в настоящее время выше, чем у публичных аналогов. По итогам 1 полугодия 2009 года чистый долг был на уровне 8,3 млрд.руб., а соотношение долг/EBITDA составляло 2,9. Что касается структуры долга, то по состоянию на конец июня на краткосрочные обязательства приходилось 64%.

«Дикси» управляет более чем 500 магазинами...

«Дикси» - одна из крупнейших продуктовых розничных сетей на российском рынке. Группа начала свое развитие в 1992 году и первоначально занималась складским бизнесом и дистрибуцией. В продуктовый ритейл компания пришла в 1995 году, открыв первый компактный гипермаркет «Мегамарт».

По состоянию на конец сентября 2009 года сеть объединяла 509 магазинов, общая торговая площадь которых составляла 197 тыс.кв.м. Выручка компании в 2008 году составила \$1943 млн. или 48,3 млрд.рублей. По итогам 2009 года менеджмент компании рассчитывает получить выручку на уровне 56-58 млрд.руб., что соответствует росту продаж около 16-20%. По итогам 9 месяцев 2009 года рост выручки «Дикси» составил 15% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.



Источник: данные компании

Розничная сеть «Дикси» развивает магазины трех форматов – дискаунтеры «Дикси», компактные гипермаркеты «Мегамарт» и экономичные супермаркеты «Минимарт».

#### Дикси

Развитие дискаунтеров «Дикси» началось в 1999 году, когда в Москве был открыт первый магазин под этим брендом. В настоящее время большинство торговых площадей и оборота компании приходится именно на эти магазины. Среднее количество SKU в магазинах этого формата составляет 3500.

По состоянию на конец сентября текущего года компания управляла уже 487 магазинами «Дикси». Средняя торговая площадь одного дискаунтера «Дикси» составляет около 332 кв.м.

#### Мегамарт

Первый «Мегамарт» компания открыла еще в 1995 году, и изначально он работал в формате cash-and-carry. Однако затем компания полностью сосредоточилась на продуктовой рознице, и в настоящее время магазины «Мегамарт» работают в формате так называемого компактного гипермаркета. Средняя площадь одного магазина составляет порядка 2200 кв.м., что меньше, чем площадь гипермаркетов большинства других розничных сетей. Среднее количество SKU в «Мегамартах» - 20500.

За первые 9 месяцев 2009 года «Дикси» открыла 1 новый «Мегамарт» и в настоящее время управляет 14 гипермаркетами. Магазины этого формата обеспечивают в настоящее время около 11% оборота розничной сети.

... работающими в 3 разных форматах, основной из которых - дискаунтер

### Минимарт

Магазины под брендом «Минимарт» «Дикси» начала развивать в 2005 году, открыв в Екатеринбурге первый магазин формата экономичного супермаркета. От дискаунтеров «Дикси» эти магазины отличаются большим ассортиментом, прежде всего непродуктовых товаров, среднее количество SKU составляет 7500. Кроме того, «Минимарты» имеют большую площадь – около 700 кв.м. Выше и сумма среднего чека. По итогам 9 месяцев 2009 года на магазины «Минимарт» пришлось около 4% оборота компании.

До 2009 года «Дикси» развивала еще один формат, V-Mart. Однако в текущем году компания решила отказаться от развития данного формата и закрыла 12 магазинов.

### АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ

Уставный капитал ОАО «Дикси Групп» составляет в настоящее время 860 тыс.рублей и разделен на 86 млн.акций.

Акции «Дикси» появились на бирже в мае 2007 года. Компания провела IPO, разместив около 25 млн.акций или 42% от уставного капитала. Цена размещения составила \$14,4 за акцию, а капитализация компании в ходе IPO была оценена на уровне \$864 млн. Привлеченная сумма составила \$360 млн.

Следует отметить, что IPO «Дикси» было не самым удачным. Первоначальный диапазон цены размещения составлял \$16,5 - 22 за акцию, что соответствовало бы капитализации компании на уровне \$990 – 1320 млн. Однако в связи с не самой удачной рыночной конъюнктурой, а также рядом других размещений, проходивших в то время, спрос на акции был недостаточно высоким, и компании пришлось понизить ценовой коридор до \$14,4 – 15,8 за акцию. Таким образом, в итоге размещение прошло по нижней границе диапазона.

В ноябре 2008 года «Дикси» провела SPO, разместив 26 млн.акций допэмиссии по цене \$2 за бумагу, и привлекла порядка \$50 млн.

В начале 2008 года сменился основной акционер «Дикси». Dixy Holding Ltd., подконтрольная основателю розничной сети Олегу Леонову, и владеющая 50,96% акций «Дикси», была продана группе «Меркурий». В октябре 2009 года доля Dixy Holding Ltd. в капитале ОАО «Дикси Групп» выросла до 61,09%.

### ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

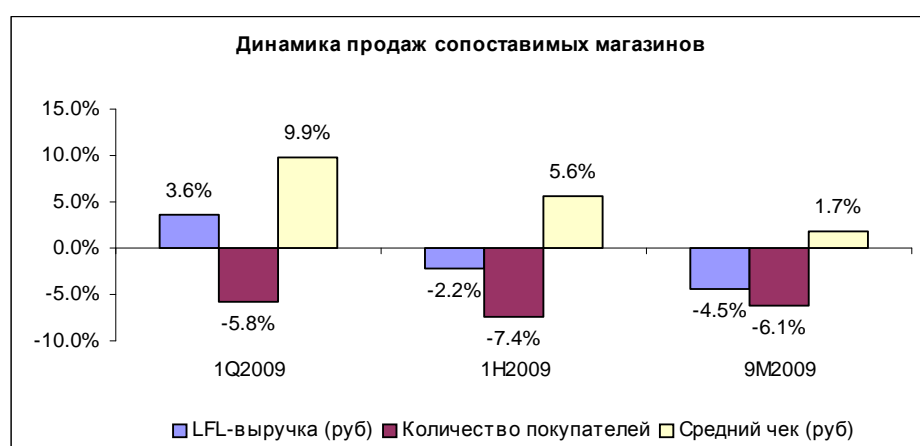
«Дикси» присутствует в трех регионах России: Центральном, Северо-Западном и на Урале. При этом около половины продаж обеспечивают торговые точки, работающие в Центральном регионе. Основной формат магазинов розничной сети – дискаунтеры «Дикси». На них приходится порядка 85% оборота.



Источник: данные компании

В 1 полугодии 2009 года развитие розничной сети существенно замедлилось, по итогам 6 месяцев количество магазинов даже сократилось до 488 по сравнению с 493 в конце 2008 года. В первую очередь это было связано с решением компании прекратить развитие формата V-Mart и последующим закрытием магазинов. Кроме того, в условиях снижения доходов населения, и как следствие, сокращения количества покупателей, снизилась эффективность ряда дискаунтеров, и компания приняла решение закрыть их. Всего за первые 6 месяцев 2009 года был закрыт 21 магазин и открыто 16 торговых точек. В 3 квартале ситуация начала улучшаться, компания открыла 20 дискаунтеров «Дикси» и 1 гипермаркет «Мегамарт». В результате количество магазинов розничной сети выросло до 509.

Выручка «Дикси» по итогам 9 месяцев 2009 года составил 39 619 млн.руб., увеличившись за года на 15%. В 2008 году рост продаж был на уровне 32%. Помимо замедления роста количества магазинов, давление на темпы роста выручки оказали показатели «зрелых» магазинов. LFL-выручка по итогам 9 месяцев 2009 года снизилась на 4,5%. При этом количество покупателей сократилось на 6,1%, а рост среднего чека составил лишь 1,7%.



\*показатели магазинов, открытых до 2007 года  
Источник: данные компании

Отметим, что с середины года компания начала активно «инвестировать» в оборот, проводя различные промоакции. И это дало свои результаты, снижение трафика в сопоставимых магазинах сократилось по сравнению с 1 полугодием.

Компания обладает хорошо развитой системой логистики

## ЛОГИСТИКА

Успешное развитие сети федерального масштаба, работающей в различных регионах, невозможно без развитой системы логистики. Поэтому крупные розничные компании прикладывают значительные усилия и инвестируют существенные средства в распределительные центры и склады. И «Дикси» добилась впечатляющих успехов в этой сфере. В настоящее время компания управляет 8 распределительными центрами, 3 из которых расположены в Центральном регионе, 3 – в Северо-Западном и 2 – на Урале. Совокупная площадь РЦ «Дикси» составляет 84,8 тыс.кв.м.

### Распределительные центры «Дикси»

Расположение	Площадь, кв.м.	
Рязань	15650	собственность
Ярославль	9350	собственность
Серпухов	35350	собственность
С-Петербург	1250	аренда
С-Петербург	13700	собственность
С-Петербург	3700	аренда
Челябинск	4200	аренда
Челябинск	1550	аренда
<b>Всего</b>	<b>84750</b>	

Источник: данные компании

Если оценивать обеспеченность складскими площадями по их отношению к совокупной торговой площади, то «Дикси» добилась наилучших результатов среди публичных аналогов. По состоянию на конец 1 полугодия 2009 года у «Дикси» это соотношение находило на уровне 44% по сравнению с 20% у «Магнита» и 24% у X5 Retail Group.

	Дикси	Магнит	X5 Retail Group
Количество магазинов	488	2808	1164
Торговая площадь, тыс.кв.м.	192	905	936
Количество распределительных центров	8	9	22
Складская площадь, тыс.кв.м.	85	184	228
Отношение складской площади к торговой, %	44%	20%	24%

Данные по состоянию на 30.06.2009  
Источник: данные компаний, расчеты ИК «Проспект»

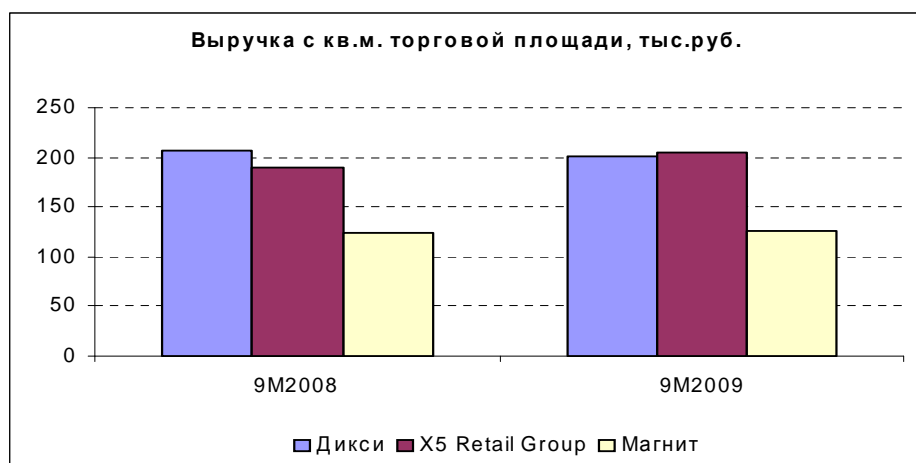
В текущем году компания не открывала новых распределительных центров, а налаживала работу существующих. В частности, большой объем работы был проделан в РЦ под Серпуховом, открытом в конце 2008 года. Это самый большой распределительный центр компании, площадь его составляет более 35 тыс.кв.м.

Отметим, что «Дикси» планирует и далее развивать свою систему логистики, в частности, наращивая объемы отгрузки из распределительных центров и работая над повышением эффективности их деятельности.

**СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТАМИ**

Если судить по модели бизнеса, то наиболее близким аналогом «Дикси» среди публичных ритейлеров является «Магнит». Возможно и сравнение с X5 Retail Group. Основную долю оборота компаний обеспечивают магазины, работающие в невысоком ценовом сегменте, что позволяет более корректно сравнивать операционные и финансовые показатели.

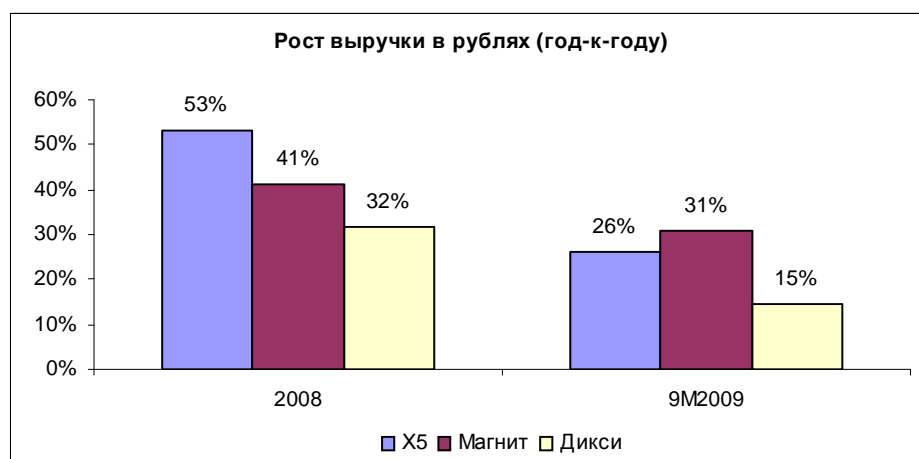
«Дикси» долгое время была лидером по выручке с кв.м. торговой площади среди аналогов, однако со временем разрыв сокращался, и по итогам 9 месяцев 2009 года показатели «Дикси» и X5 были на одном уровне.



\*Данные X5 Retail Group за 9M2008 – pro-forma  
Источник: данные компаний

**Темпы роста выручки «Дикси»  
пока ниже чем у конкурентов...**

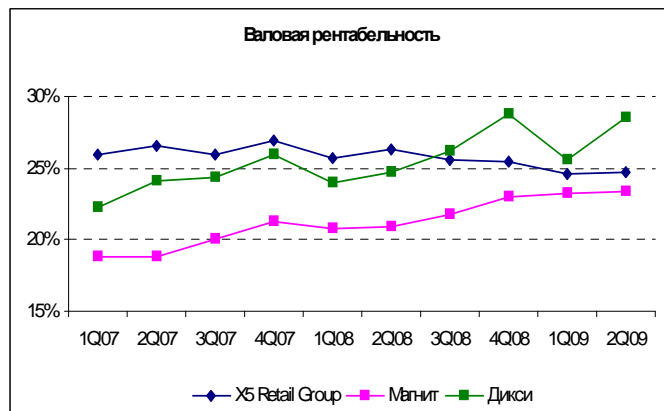
По темпам роста выручки «Дикси» пока отстает от конкурентов. В немалой степени это было связано с изменениями в системе логистики, которые компания проводила с конца 2008 года. Кроме того, свое давление на оборот оказали и масштабные промоакции, которые компания начала проводить в середине 2009 года. Менеджмент «Дикси» ожидает улучшения ситуации с темпами роста продаж в 4 квартале текущего года и в 2010 году.



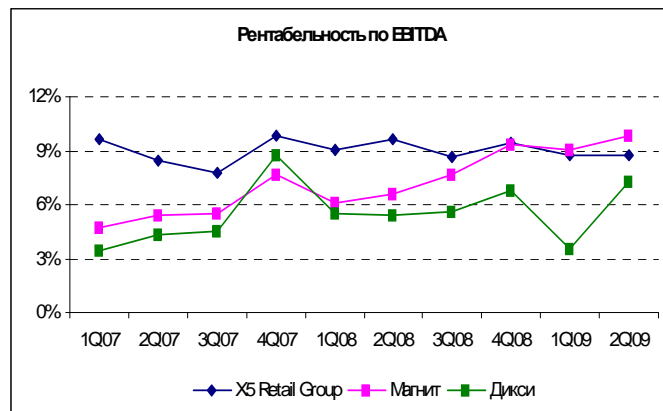
\*Данные X5 Retail Group – pro-forma  
Источник: данные компаний

... а валовая рентабельность выше

По показателю валовой рентабельности «Дикси» в настоящее время опережает конкурентов. На наш взгляд, в немалой степени это связано с развитой системой логистики и дистрибуции компании. По рентабельности по EBITDA компания пока отстает от «Магнита» и X5 Retail Group, однако надо отметить, что во втором квартале 2009 года этот разрыв существенно сократился, рентабельность по EBITDA «Дикси» выросла до 7,3%. Годовой показатель рентабельности, как ожидается в компании, будет ниже, на уровне 5-5,5%, но «Дикси» планирует не останавливаться на достигнутом и наращивать эффективность.



Источник: данные компаний



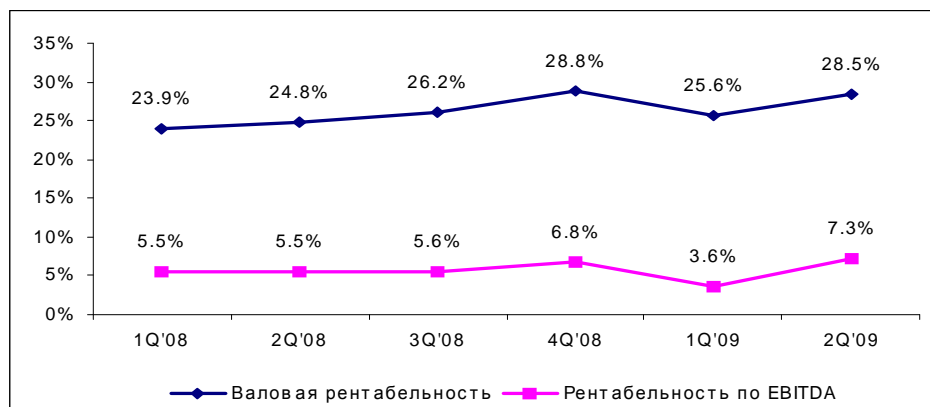
Источник: данные компаний

**Эффективность деятельности растет за счет снижения доли себестоимости в выручке**

## РАСХОДЫ

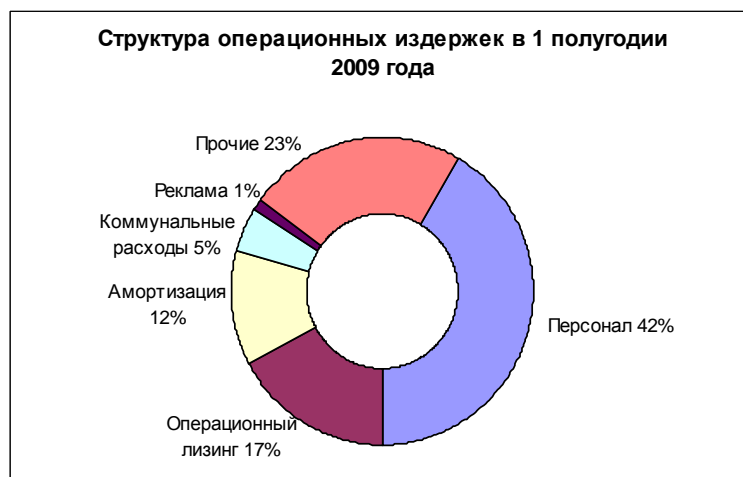
«Дикси» на протяжении многих лет работает над ростом эффективности своей деятельности, в первую очередь, на уровне валовой прибыли, и это приносит свои плоды. Развитие системы логистики, рост доли продаж через собственные распределительные центры, работа с поставщиками – все это способствует снижению доли себестоимости в выручке. По итогам 1 полугодия 2009 года валовая рентабельность компании составила 27,1% по сравнению с 24,4% годом ранее. Отметим, что во втором полугодии рентабельность должна снизиться, в частности, за счет инвестиций в оборот, промоакций, проводимых компаний, увеличения доли товаров низкоценового сегмента. Согласно ожиданиям менеджмента «Дикси», по итогам 2009 года валовая рентабельность может составить 25-26%.

Что касается операционных издержек, то пока их доля в выручке растет, что оказывает давление на операционную рентабельность и рентабельность по EBITDA. Впрочем, это в основном компенсируется сокращением доли себестоимости в выручке.



Источник: данные компании

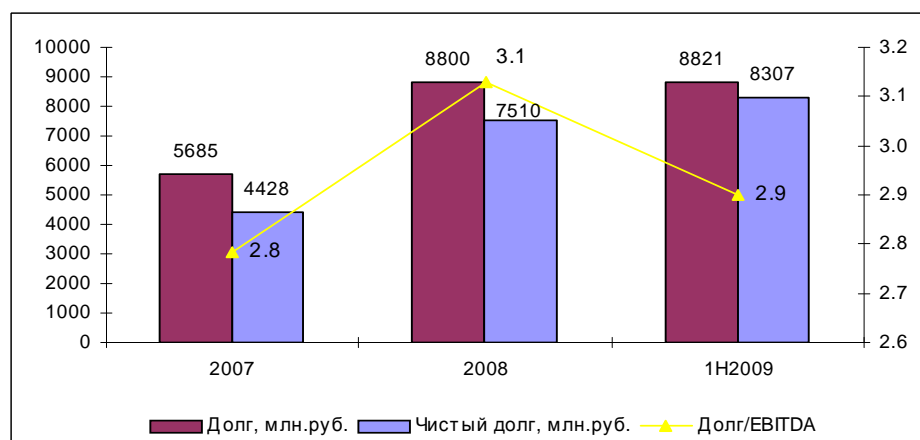
Основная доля операционных издержек «Дикси» приходится на расходы на персонал, по итогам 1 полугодия 2009 года – 42%. В выручке доля этих расходов составляет около 10%. Другая существенная статья расходов – операционный лизинг. В 2009 году доля этого вида издержек в выручке выросла даже несмотря на снижение ставок на аренду в целом на рынке. Связано это было, прежде всего, с тем, что компания в основном открывала новые магазины на арендованных площадях.



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

### ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

Долговая нагрузка «Дикси» по показателю долг/ЕБИТДА выше, чем у публичных аналогов. Однако уровень долга в принципе не вызывает особых опасений, стабильный операционный поток позволяет компании без проблем обслуживать обязательства и финансировать инвестиции без привлечения дополнительных займов. Отметим, что во 2 квартале 2009 года «Дикси» сократила уровень долга с 9,4 млрд.руб. до 8,8 млрд.руб. Соотношение долг/ЕБИТДА по состоянию на конец первого полугодия составило 2,9.



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

По итогам 1 полугодия 2009 года около 40% обязательств «Дикси» было номинировано в рублях. Основную долю рублевых обязательств составляет облигационный займ на 3 млрд.руб., с погашением в 2011 году. Отметим, что в настоящее время доля рублевых обязательств выше, так как в июле наступил срок погашения кредита на 962 млн.руб., номинированного в долларах. По нашим оценкам, сейчас на рублевые займы приходится около половины совокупного долга «Дикси».

По состоянию на конец июня 2009 года на краткосрочные обязательства приходилось 64% общего долга компании.



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»



Источник: данные компании, расчеты ИК «Проспект»

## ПЛАНЫ РАЗВИТИЯ

Стратегия развития «Дикси» связана, прежде всего, с расширением розничной сети и привлечением покупателей. В 1 полугодии текущего года компания отставала от конкурентов как по темпам открытия новых магазинов, так и по темпам роста выручки, однако уже в 3 квартале ситуация начала меняться, за квартал розничная сеть увеличилась на 21 магазин.

Согласно планам, озвученным компанией, по итогам 2009 года розничная сеть может вырасти на 45-50 новых магазинов. Объем инвестиций на год запланирован в размере 2 млрд.рублей, и финансировать его предполагается за счет собственного операционного потока. В следующем же году «Дикси» может открыть более 100 торговых точек.

В компании рассчитывают по итогам 2009 года получить выручку на уровне 56-58 млрд.рублей, что примерно на 18% выше показателя 2008 года.

В 2010 году менеджмент «Дикси» рассчитывает на существенный рост эффективности работы компании. Если в текущем году рентабельность по EBITDA ожидается на уровне 5-5,5%, то в следующем – уже около 7,5%.

**В текущем году менеджмент «Дикси» ожидает выручку на уровне 56-58 млрд.рублей**

**ПРОГНОЗЫ И ОЦЕНКА****Прогноз операционных показателей**

«Дикси» развивает магазины 3 форматов, однако основным, обеспечивающим большую часть выручки, остается формат дискаунтера, на него же приходится большая часть открытий новых магазинов. Мы ожидаем, что такая ситуация сохранится и в дальнейшем.

Наш прогноз предполагает открытие в текущем году 50 новых дискаунтеров (net), 2 «Мегамартов» и 1 «Минимарта». Напомним, что за 9 месяцев 2009 года розничная сеть увеличилась на 27 дискаунтеров и 1 «Мегамарт». Мы ожидаем, что в следующем году темпы новых открытий будут еще выше, и общее количество магазинов вырастет до 629.

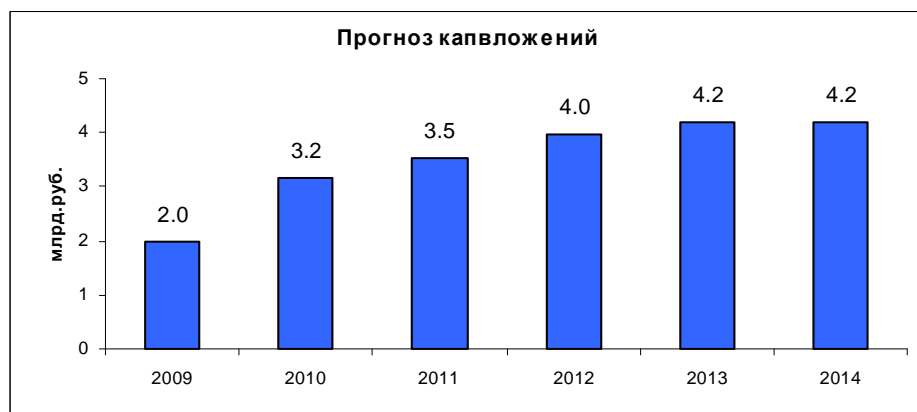
Мы ожидаем замедления темпов роста количества магазинов по мере того, как конкуренция на розничном рынке будет нарастать, а развитие его будет еще в большей степени сдерживаться нехваткой подходящих торговых площадей. Не исключено, что розничная сеть «Дикси» сможет расти и более высокими темпами, например, за счет покупки других игроков, однако мы предпочитаем быть более консервативными в своих прогнозах.

**Мы ожидаем постепенного замедления темпов открытия новых магазинов**

**Прогноз открытия новых магазинов и увеличения торговых площадей**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Открытие новых магазинов</b>						
Дикси	50	90	80	70	60	50
Мегамарт	2	2	2	2	2	2
Минимарт	1	3	5	5	5	5
<b>Количество магазинов</b>	<b>534</b>	<b>629</b>	<b>716</b>	<b>793</b>	<b>860</b>	<b>917</b>
Дикси	510	600	680	750	810	860
Мегамарт	15	17	19	21	23	25
Минимарт	9	12	17	22	27	32
<b>Торговая площадь, ть с.кв.м.</b>	<b>209</b>	<b>246</b>	<b>280</b>	<b>311</b>	<b>339</b>	<b>364</b>
Дикси	170	200	226	250	270	286
Мегамарт	33	37	42	46	51	55
Минимарт	6	8	12	15	19	22

В текущем году «Дикси» в основном открывала новые магазины на арендованных площадях. Мы ожидаем, что в ближайшие годы большая часть новых магазинов также будет в аренде, однако доля эта будет снижаться. Это, в свою очередь, потребует увеличения объема инвестиций.



Наш прогноз выручки компании основан на прогнозах увеличения торговых площадей и роста выручки с кв.м. Мы использовали следующие предположения:

- все магазины открываются в конце квартала и не участвуют в генерации выручки за этот квартал
- большая часть открытий приходится на 3 и 4 квартал года

#### Прогноз выручки

млн.руб.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Дикси	46601	56055	69217	81669	93743	105272
Мегамарт	6463	8006	9618	11268	13029	14899
Минимарт	2072	2615	3967	5713	7606	9645
Прочая выручка	763	674	416	496	575	652
<b>Всего выручка</b>	<b>55899</b>	<b>67350</b>	<b>83218</b>	<b>99146</b>	<b>114952</b>	<b>130469</b>

Отметим, что наш прогноз выручки «Дикси» в 2009 году немного ниже озвученного менеджментом компании ориентира на уровне 56-58 млрд.руб.

#### Прогноз финансовых показателей

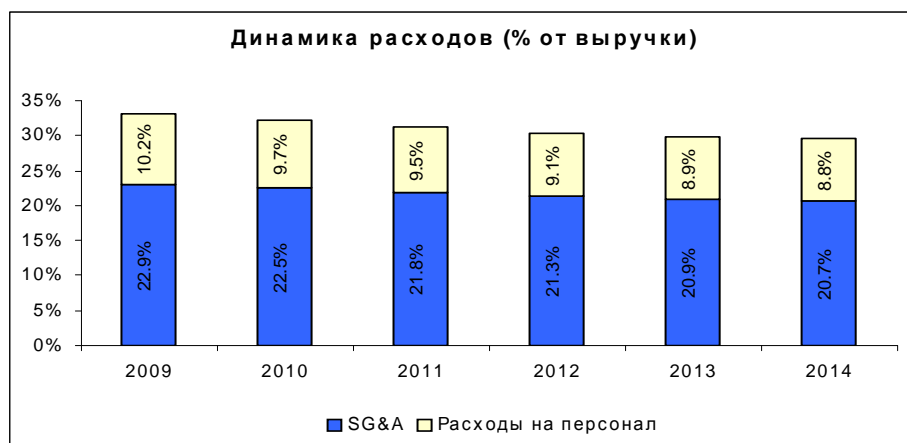
Для прогноза финансовых показателей «Дикси» и пересчета их в доллары мы использовали следующие макроэкономические прогнозные данные:

млн.руб.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Инфляция	11.4%	9.2%	8.3%	6.6%	6.3%	6.0%
Курс руб/\$, среднесрочной	31.7	30.1	29.0	27.8	27.5	27.5

Мы ожидаем, что эффективность работы «Дикси» будет расти. Что касается валовой рентабельности, то положительное влияние должно оказать, прежде всего, дальнейшее развитие системы логистики. Рост доли операций через собственные распределительные центры компании будет способствовать сокращению себестоимости реализуемых товаров. Кроме того, не исключена и дальнейшая оптимизация отношений с поставщиками, по мере увеличения масштабов бизнеса розничной сети.

Помимо этого, мы ожидаем и постепенного сокращения доли операционных издержек в выручке. В частности, мы рассчитываем на то, что «Дикси» удастся сократить долю расходов на оплату труда за счет дальнейшей оптимизации численности персонала.

**Рентабельность, по нашим прогнозам, будет расти**



Согласно нашим прогнозам, в текущем году выручка «Дикси» вырастет в рублевом выражении на 15,7%, однако в связи с девальвацией рубля показатель в долларах будет на 9% ниже, чем в 2008 году. Валовую рентабельность по итогам года мы ожидаем на уровне 25,8%, а рентабельность по EBITDA – 5%.

### Прогноз основных финансовых показателей

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR, 2009-14
Выручка	1763.4	2237.5	2867.6	3563.8	4183.1	4743.5	16%
Валовая прибыль	455.0	581.8	751.3	940.9	1112.7	1271.2	17%
Валовая рентабельность	25.8%	26.0%	26.2%	26.4%	26.6%	26.8%	
EBITDA	89.0	125.9	182.5	252.6	319.9	380.6	24%
Рентабельность по EBITDA	5.0%	5.6%	6.4%	7.1%	7.6%	8.0%	
Операционная прибыль	50.8	78.3	124.9	182.9	238.5	288.4	30%
Операционная рентабельность	2.9%	3.5%	4.4%	5.1%	5.7%	6.1%	
Чистая прибыль	12.2	36.3	72.6	126.7	176.2	216.4	
Чистая рентабельность	0.7%	1.6%	2.5%	3.6%	4.2%	4.6%	

### Расчет целевой цены

Для оценки справедливой стоимости акций ОАО «Дикси» мы применили метод дисконтированных денежных потоков. Первый год постпрогнозного периода – 2015, денежные потоки приведены к концу 2009 года. Темпы роста в постпрогножном периоде – 3,5%.

Рассчитанная нами средневзвешенная стоимость капитала (WACC), которую мы использовали в качестве ставки дисконтирования, составляет 15,5%.

### Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ЕВИТ	51	78	125	183	238	288
Налог на ЕВИТ	10	16	25	37	48	58
Амортизация	38	48	58	70	81	92
Сарех	63	105	122	143	153	152
Изменение недежной части оборотного капитала	-8	-18	-39	-19	-40	-16
Денежный поток	24	23	75	92	159	187
Ставка дисконтирования	15,5%					
Дисконтированный денежный поток		20	56	60	90	91
Сумма ДДП	316					
Темпы роста в постпрогножном периоде	3.5%					
Продленная стоимость	1613					
Приведенная продленная стоимость	785					
Стоимость компании	1101					
Чистый долг, 2009П	243					
Доля миноритариев	0.1					
Стоимость акционерного капитала	857					
Кол-во акций, млн.шт.	86					
Стоимость на акцию, \$	10,0					

**Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость 1 акции ОАО «Дикси» составляет \$10, что предполагает потенциал роста на уровне 35%. Мы присваиваем бумагам компании рекомендацию «Покупать».**

## Анализ чувствительности

Темпы роста в постпрогнозном периоде	Ставка дисконтирования				
	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%
2,5%	104	98	92	87	82
3,0%	109	102	96	90	85
3,5%	114	106	100	94	88
4,0%	119	111	104	98	92
4,5%	125	117	109	102	96

Анализ чувствительности модели показывает, что даже при росте ставки дисконтирования до 16,5% и снижении темпов роста в постпрогнозном периоде до 2,5% расчетная целевая цена выше текущей рыночной цены акций «Дикси».

## Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

Наименование	Тикер	MCAP, \$ млн.	EV, \$ млн.	D/E	P/S '09	EV/EBITDA '09	P/E '09
<b>Дикси</b>	DIXY RU	636.4	901.8	0.46	0.4	10.1	52.2
<b>Российские аналоги</b>							
X5 Retail Group	FIVE LI	7495	9321	0.26	0.9	12.4	44.7
Магнит	MGNT RU	5512	5950	0.09	1.0	12.4	21.4
<b>Среднее по российским аналогам</b>					<b>1.0</b>	<b>12.4</b>	<b>33.0</b>
<b>Развитые рынки</b>							
Carrefour	CA FP	33194	50571	0.59	0.3	7.5	22.9
Tesco	TSCO LN	56047	74427	0.41	0.6	9.2	14.7
Weis Markets Inc	WMK US	950	849	0.00	0.4	5.5	14.7
Metro AG	MEO GR	20846	33032	0.72	0.2	6.8	18.6
Walmart	WMT US	205338	248642	0.23	0.5	8.0	14.7
Sainsbury	SBRY LN	10443	13295	0.37	0.3	7.0	14.8
Casino Guichard	CO FP	9280	19927	1.10	2.2	7.0	11.8
Delhaize Group	DELB BB	7694	11167	0.53	0.3	5.0	10.3
Kroger	KR US	15099	22345	0.50	0.2	5.5	11.9
Safeway	SWY US	9351	14339	0.57	0.2	5.7	12.7
<b>Среднее по развитым</b>					<b>0.5</b>	<b>6.7</b>	<b>14.7</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>							
Lianhua Supermarket	980 HK	1405	755	0.05	0.4	5.4	20.6
Alfa-Beta Vassilopoulos S.A.	BASIK GA	680	939	0.43	0.3	6.5	10.5
Pick'n'Pay Stores Ltd	PIK SJ	2673	2648	0.07	0.4	8.0	18.0
Wumart Stores Inc	8277 HK	2019	1909	0.00	1.3	14.4	30.2
Controladora Comercial Mexicana	COMERUBC MM	840	1645	1.08	0.2	5.7	
Migros	MGROS TI	2308	1696	0.02	0.6	6.2	13.6
Wal-Mart de Mexico	WALMEXV MM	31934	30932	0.00	1.6	15.2	25.7
Dairy Farm	DFISP	8031	8124	0.07	1.1	14.2	22.4
Bim Birlesik	BIMAS TI	3075	3016	0.00	0.8	15.0	23.2
Cencosud	CENCOSUD CI	6732	9342	0.40	0.6	11.6	27.9
CP All Plc	CPALL TB	2822	2512	0.05	0.8	9.8	21.4
<b>Среднее по развивающимся</b>					<b>0.7</b>	<b>10.2</b>	<b>21.4</b>
<b>Дисконт к российским аналогам</b>					<b>-62%</b>	<b>-18%</b>	<b>58%</b>
<b>Дисконт к зарубежным аналогам развитых рынков</b>					<b>-29%</b>	<b>51%</b>	<b>255%</b>
<b>Дисконт к зарубежным аналогам развивающихся рынков</b>					<b>-51%</b>	<b>-1%</b>	<b>145%</b>

Источник: Bloomberg, расчеты ИК «Проспект»

Акции «Дикси» торгуются существенно дешевле бумаг российских компаний аналогов («Магнит» и X5 Retail Group), если судить по мультипликаторам P/S и EV/EBITDA. Также акции недооценены по сравнению как с развитыми, так и с развивающимися рынками по показателю P/S.

## Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Выручка</b>	<b>1763.4</b>	<b>2237.5</b>	<b>2867.6</b>	<b>3563.8</b>	<b>4183.1</b>	<b>4743.5</b>
Себестоимость	1308.4	1655.8	2116.3	2623.0	3070.4	3472.2
Валовая прибыль	<b>455.0</b>	<b>581.8</b>	<b>751.3</b>	<b>940.9</b>	<b>1112.7</b>	<b>1271.2</b>
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>25.8%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.2%</i>	<i>26.4%</i>	<i>26.6%</i>	<i>26.8%</i>
Общие и административные расходы	404.2	503.4	626.4	757.9	874.2	982.9
<b>Операционная прибыль</b>	<b>50.8</b>	<b>78.3</b>	<b>124.9</b>	<b>182.9</b>	<b>238.5</b>	<b>288.4</b>
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>2.9%</i>	<i>3.5%</i>	<i>4.4%</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.7%</i>	<i>6.1%</i>
Финансовые доходы	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5	2.8
Финансовые расходы	25.9	26.2	26.8	20.5	20.7	20.7
Прибыль/убыток от курсовых разниц	-6.3	-1.7	-1.7	0.0	0.0	0.0
Прибыль до налогообложения	19.6	51.9	98.1	164.6	220.2	270.5
Налог на прибыль	7.5	15.6	25.5	37.9	44.0	54.1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12.2</b>	<b>36.3</b>	<b>72.6</b>	<b>126.7</b>	<b>176.2</b>	<b>216.4</b>
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>0.7%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.5%</i>	<i>3.6%</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.6%</i>

## Прогнозный баланс

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Денежные средства и эквиваленты	38.2	16.5	20.6	79.1	201.1	335.1
Запасы	114.8	144.0	183.9	214.8	251.3	271.1
Дебиторская задолженность	32.1	40.8	53.3	63.2	75.5	82.7
Прочие текущие активы	43.2	41.2	41.0	42.8	43.3	43.3
<b>Итого текущие активы</b>	<b>228.4</b>	<b>242.4</b>	<b>298.9</b>	<b>399.8</b>	<b>571.2</b>	<b>732.1</b>
Основные средства	407.5	488.6	572.7	672.4	753.7	814.5
Гудвил	12.8	13.4	13.9	14.5	14.7	14.7
Нематериальные активы	22.4	24.8	27.0	29.5	31.4	32.9
Прочие долгосрочные активы	56.1	51.2	42.5	48.2	52.7	58.3
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>498.7</b>	<b>578.0</b>	<b>656.0</b>	<b>764.8</b>	<b>852.6</b>	<b>920.5</b>
<b>Всего активы</b>	<b>727.1</b>	<b>820.4</b>	<b>954.9</b>	<b>1164.6</b>	<b>1423.7</b>	<b>1652.6</b>
Банковские займы	136.9	49.8	72.4	75.5	76.4	76.3
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	215.9	266.9	354.9	412.8	498.7	538.3
Прочие текущие обязательства	20.0	22.6	25.6	29.6	33.0	36.3
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>380.8</b>	<b>444.9</b>	<b>456.3</b>	<b>521.4</b>	<b>611.7</b>	<b>654.6</b>
Банковские займы	31.5	116.3	168.8	176.1	178.3	178.1
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	16.4	9.3	5.1	20.7	40.9	65.4
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>148.2</b>	<b>130.6</b>	<b>179.1</b>	<b>202.2</b>	<b>224.7</b>	<b>249.0</b>
<b>Доля меньшинства</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
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	68.0	108.0	177.3	292.7	437.3	599.2
<b>Итого капитал</b>	<b>198.0</b>	<b>244.9</b>	<b>319.3</b>	<b>440.8</b>	<b>587.2</b>	<b>749.0</b>
<b>Всего обязательств и акционерного капитала</b>	<b>727.1</b>	<b>820.4</b>	<b>954.9</b>	<b>1164.6</b>	<b>1423.7</b>	<b>1652.6</b>

## Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Прибыль до налогообложения	19.6	51.9	98.1	164.6	220.2	270.5
Амортизация ОС	36.3	45.6	55.8	68.3	79.8	90.4
Амортизация НМА	1.9	1.9	1.7	1.4	1.6	1.8
Процентные расходы	25.9	26.2	26.8	20.5	20.7	20.7
Прочие статьи	6.3	0.9	1.4	1.8	1.8	1.8
Изменение в оборотном капитале						
Изменение дебиторской задолженности	-5.5	-6.9	-11.0	-7.6	-11.5	-7.3
Изменение товаров и запасов	-11.6	-23.1	-34.6	-23.0	-33.8	-20.0
Изменение кредиторской задолженности	28.7	39.5	78.1	42.6	80.8	40.1
Изменение в налоговых обязательствах и авансах	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>	<b>101.8</b>	<b>139.3</b>	<b>216.3</b>	<b>268.6</b>	<b>359.7</b>	<b>398.0</b>
Уплаченный налог на прибыль	-7.5	-15.6	-25.5	-37.9	-44.0	-54.1
Уплаченные проценты	-25.9	-26.2	-26.8	-20.5	-20.7	-20.7
<b>Денежный поток от основной деятельности</b>	<b>68.5</b>	<b>97.6</b>	<b>164.0</b>	<b>210.2</b>	<b>294.9</b>	<b>323.2</b>
Приобретение основных средств	-63.1	-105.1	-121.7	-143.3	-152.7	-151.9
Первоначальные затраты по лизингу	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Приобретение НМА	0.0	-1.2	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-63.4</b>	<b>-106.6</b>	<b>-123.3</b>	<b>-145.1</b>	<b>-154.6</b>	<b>-153.8</b>
Кредиты и займы	0.1	-11.3	-37.1	0.0	0.0	0.0
Платежи по финансовому лизингу	-7.7	-3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Дивиденды	0.0	0.0	0.0	-7.6	-19.2	-35.2
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>-7.5</b>	<b>-14.7</b>	<b>-37.1</b>	<b>-7.6</b>	<b>-19.2</b>	<b>-35.2</b>
Увеличение денежных средств	-2.5	-23.8	3.5	57.5	121.0	134.2
Денежные средства на начало года	40.7	40.3	17.1	21.5	80.0	200.9
<b>Денежные средства на конец года</b>	<b>38.2</b>	<b>16.5</b>	<b>20.6</b>	<b>79.1</b>	<b>201.1</b>	<b>335.1</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)

### Парфенов Дмитрий

Металлургия  
доб. тел.: 6139  
[parfenov@prospect.com.ru](mailto:parfenov@prospect.com.ru)

### Габбасов Роман

Электроэнергетика  
доб. тел.: 6156  
[gabbasov@prsp.ru](mailto:gabbasov@prsp.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)

### Хмельник Михаил

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

### Зуев Дмитрий

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

### Гусев Николай

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

### Кузнецова Ирина

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

### Синельщикова Екатерина

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

### Билялов Энвер

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