Дикси (NR)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru

2 декабря 2010 года

НА ЭТОТ РАЗ ПОМЕШАЛА ЛЕТНЯЯ ЖАРА

Опубликованы результаты девяти месяцев по МСФО

Хуже чем в предыдущем квартале. Вчера розничная сеть «Дикси» опубликовала неаудированные результаты по МСФО за 9 месяцев 2010 г. Результаты свидетельствуют о поступательном росте выручки компании и в то же время отражают усугубление проблемы с товарными потерями, которые вновь негативно сказались на чистом итоге. Выручка Дикси в отчетном периоде возросла на 17,0% год к году до 46,4 млрд руб. (по результатам I полугодия рост составил 15,2%), что стало следствием положительной динамики сопоставимых продаж (+6,6% в III квартале против +5% в I полугодии). Однако летняя жара явно обозначила проблему с товарными потерями, очевидно, до конца так и не решенную: потери увеличились на 34,6%, составив 2,2% от выручки (+0,3 п.п. год к году). Как следствие, EBITDA выросла только на 8,3% год к году, что привело к снижении рентабельности по EBITDA до 4,96% (3,89% в III квартале). Значительные товарные потери, которые не подлежат списанию для целей налогообложения, послужили одной из причин чистого убытка в размере 112,3 млн руб., понесенного Дикси во III квартале (убыток по итогам девяти месяцев – 37,3 млн руб.). Из положительных факторов отметим улучшение операционной эффективности, достигнутое, несмотря на неблагоприятные факторы в виде температурных аномалий, которые являются временными. Доля операционных расходов в выручки снизилась на 0,7 п.п. до 23,7%.

Прогноз по рентабельности EBITDA снижен. Ранее в нынешнем году компания представила прогноз роста выручки по итогам года– в пределах 20%, а также прогноз рентабельности по EBITDA – около 6,0%. Если первая цифра для Дикси, скорее всего, достижима, учитывая положительную квартальную динамику (в I квартале рост выручки составил 12,9% год к году, а в I полугодии – уже 15,2%), то выход на 6-процентную маржу EBITDA стал после низких результатов III квартала практически невозможен, и компания понизила ориентир до 5,6%. Если ожидания компании относительно решения проблем с товарными потерями оправдаются, то новый прогноз вполне реалистичен. Однако, в любом случае, по итогам года Дикси покажет худшую рентабельность среди трех крупнейших публичных компаний в розничном секторе (X5 Retail Group, Магнит, Дикси).

Без рефинансирования короткого долга вряд ли обойтись. За последний квартал существенных изменений в кредитном профиле Дикси не произошло. Так, совокупный долг компании относительно конца I полугодия увеличился на 3,1% до 8,2 млрд руб., при этом доля краткосрочной задолженности (представлена преимущественно выпуском облигаций, подлежащим погашению в марте следующего года) снизилась до 43% с 52% на конец предыдущего отчетного периода. Осуществленные за девять месяцев капитальные вложения (порядка 940 млн руб.) компания финансировала за счет имеющихся у нее денежных средств (объем денежных средств и эквивалентов на балансе сократился с 1,3 млрд руб. на начало года до 470 млн руб. на конец III квартала). За этот период был открыт 71 магазин, а по итогам года, по информации компании, число новых магазинов превысит 100, таким образом, компании вряд ли удастся накопить достаточно собственных средств для погашения облигаций. По нашему мнению, Дикси собирается заместить текущий выпуск новыми облигациями, для чего в октября приняла решение о размещении биржевых облигаций общим объемом 6 млрд руб. Но даже если конъюнктура рынка не будет благоприятствовать успешному размещению, у компании, на наш взгляд, не возникнет проблем с рефинансированием долга посредством банковских займов, поскольку отношение Чистый долг/LTM EBITDA у нее умеренное (2,5). Тем более что летом Дикси уже с успехом рефинансировала синдицированный кредит на 135 млн долл.

Основные финасовые показатели Дикси по МСФО, млн руб.

	2008	2009	I кв. 2010	I п/г 10	9 мес. 10	9 мес. 09	9 мес.10 / 9 мес. 09, %
Выручка	48 325	54 262	14 990	30 829	46 360	39 622	17,0
EBITDA	2 811	2 907	785	1 694	2 299	2 124	8,3
Чистая прибыль	(324)	(112)	129	75	(37)	(102)	-
							9 мес. 10 / I п/г 10, %
Совокупный долг	8 413	8 750	7 798	7 919	8 163	-	3,1
Краткосрочный долг	*1 315*	*3 000*	*7 798*	*4 134*	*3 522*	-	(14,8)
Денежные средства	*1 290*	*1 332*	*499*	*535*	*470*	-	(12,2)
Чистый долг	7 124	7 418	7 299	7 384	7 693	-	4,2
Собственный капитал	5 894	5 784	5 914	5 860	5 741	-	(2,0)
Активы	21 585	21 902	20 451	20 308	20 428	-	0,6
Коэффициенты							
Рентабельность по EBITDA, %	5.82	5,36	5,24	5,50	4,96	5,36	
EBITDA/Проц. расходы	5,1	3,5	4,3	5,0	4,4	3,5	
Долг/EBITDA	3,0	3,0	2,4	2,5	2,6	-	
Чистый долг/EBITDA	2,5	2,6	2,3	2,4	2,5	-	
Долг/Собственный капитал	1,4	1,5	1,3	1,4	1,4	-	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Привлекательная доходность на 3,5 месяца, ждем выхода эмитента на первичный рынок. Единственный находящийся в обращении выпуск облигаций Диски-1 постепенно теряет ликвидность и котируется на уровне 8,54% к погашению через 3,5 месяца. Если бумагу действительно можно приобрести на таких уровнях, то мы бы рекомендовали это сделать, поскольку считаем ее неплохой инвестицией в рамках стратегии buy&hold (другие выпуски эмитентов второго эшелона с такой доходностью на 3,5 месяца вряд ли удастся найти). Также мы ожидаем, что, как только ситуация на долговых рынках улучшится, эмитент предложит рынку один или оба (в зависимости от рыночной конъюнктуры) зарегистрированных у него выпуска облигаций. Скорее всего, это произойдет в начале следующего года, так что следите за новостями.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010