

### ЕЩЕ НЕ ВСЕ ПРОБЛЕМЫ РЕШЕНЫ

#### Опубликованы результаты I полугодия по МСФО

**Смешанные результаты.** В пятницу розничная сеть «Дикси» опубликовала неаудированные результаты по МСФО за I полугодие 2010 г., которые свидетельствовали о поступательном росте выручки, однако отразили также и сохраняющиеся проблемы в виде товарных потерь, которые оказали существенное негативное влияние на чистый итог. Выручка компании в отчетном периоде возросла на 15,2% до 30,8 млрд руб. (против роста на 12,9% в I квартале), то есть во II квартале рост ускорился, что стало следствием также положительной динамики сопоставимых продаж, рост которых за полугодие составил 5% (против 4% в I квартале). EBITDA компании увеличилась на 15,7%, даже несмотря на растущие товарные потери, которые составили 2,2% от выручки против 1,9% годом ранее. Однако позитивный эффект от оптимизации расходов на заработную плату и аренду позволил увеличить норму EBITDA на 3 б.п. до 5,5%, которая, тем не менее, оказалась существенно ниже, чем у Магнита (7,3%) и X5 (7,5%). Значительные товарные потери, которые не подлежат списанию для целей налогообложения, послужили одной из причин чистого убытка в размере 54 млн руб., полученного Дикси во II квартале (чистая прибыль за I полугодие составила 75 млн руб.). Так, компания удивила чрезвычайно высокой налоговой ставкой – 81%, кроме того, убыток (преимущественно неденежный) от курсовых разниц составил 95 млн руб. против прибыли на уровне 140 млн руб. в I квартале этого года. Во II полугодии, по нашему прогнозу, компании удастся избежать негативного влияния вышеназванных факторов на чистый итог, поскольку ритейлер практически полностью перевел валютный долг в рублевый, рефинансировав синдицированный кредит на сумму 135 млн долл. в июне этого года за счет нового кредита в рублях.

**Прогнозы на 2010 г. обновлены.** Компания сохранила свой прогноз по росту выручки на 2010 г. в пределах 20%, что при сохранении положительной динамики сопоставимых продаж вполне достижимо. Однако нас настораживают сохраняющиеся проблемы с товарными потерями. Прогноз по росту EBITDA был уточнен по нижней границе представленного ранее ориентира (6,0–6,5%) – около 6,0%, что, опять-таки, хуже, нежели у отраслевых лидеров Магнита и X5.

**Финансовый профиль улучшился.** Наиболее существенным достижением компании в отчетном квартале стало, как упоминалось выше, рефинансирование синдицированного кредита на 135 млн долл., подлежавшего погашению в июне нынешнего года. За счет этого Дикси значительно снизила валютные риски, поскольку новые заимствования были привлечены в рублях. Доля краткосрочного долга снизилась со 100% в предыдущем квартале до 52%, и теперь краткосрочные заимствования представлены преимущественно рублевыми облигациями на 3 млрд руб. с погашением в марте следующего года, остальной долг пролонгирован на четыре года. Учитывая объем уже профинансированных (631 млн руб.) и планируемых до конца года капитальных вложений (около 2 млрд руб., которые потребуются для открытия 59 новых магазинов), компании придется полагаться на привлечение заимствований для погашения облигаций, поскольку получаемые от операционной деятельности собственные средства, по всей видимости, будут направлены на финансирование инвестиций. Однако при умеренной долговой нагрузке (Долг/EBITDA на уровне 2,5) мы не ожидаем, что привлечение новых кредитов станет для компании серьезной проблемой.

*См. таблицу на следующей странице.*

**Основные финансовые показатели Дикси по МСФО, млн. руб.**

	2008	2009	I кв. 2010	I п/г 10	I п/г 09	I п/г 10 / I п/г 09, %
Выручка	48 325	54 262	14 990	30 829	26 754	15,2
ЕВИТДА	2 811	2 907	785	1 694	1 464	15,7
Чистая прибыль	(324)	(112)	129	75	(99)	-
						<b>I п/г 10 / I кв.10, %</b>
Совокупный долг	8 413	8 750	7 798	7 919		1,6
<i>Краткосрочный долг</i>	1 315	3 000	7 798	4 134		(47,0)
<i>Денежные средства</i>	1 290	1 332	499	535		7,1
Чистый долг	7 124	7 418	7 299	7 384		1,2
Собственный капитал	5 894	5 784	5 914	5 860		(0,9)
Активы	21 585	21 902	20 451	20 308		(0,7)
<i>Коэффициенты</i>						
Норма ЕВИТДА, %	5,82	5,36	5,24	5,50	5,47	
ЕВИТДА/Проц.	5,1	3,5	4,3	5,0	3,7	
Долг/ЕВИТДА	3,0	3,0	2,4	2,5		
Чистый долг/ЕВИТДА	2,5	2,6	2,3	2,4		
Долг/Собственный капитал	1,4	1,5	1,3	1,4		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Привлекательная доходность на полгода.** Единственный находящийся в обращении выпуск облигаций Дикси-1 слишком короткий, чтобы реализовывать в нем какие-то торговые стратегии. Однако в абсолютном выражении предлагаемая им доходность 8,66% на полгода представляется нам привлекательной, особенно на фоне более низких уровней, предлагаемых выпусками компаний второго эшелона. Минувшим летом Дикси успешно рефинансировала более половины краткосрочного долга, поставив тем самым держателей облигаций в более предпочтительное положение, поскольку следующей крупной выплатой для компании станет как раз погашение облигаций в марте следующего года.

# 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, samojlova@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 Грищенко, 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 Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Экономика

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@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  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@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