

Аналитики: Михаил Галкин, Мария Радченко, Mikhail.Galkin@mdmbank.com

ДИКСИ: Позитивный IPO-эффект не полностью отражен в спредах облигаций

- Практически все время с момента размещения весной 2006 г. 5-летние рублевые облигации Дикси-Финанс-1 торговались ниже номинала. Это связано с тем, что достаточно громко заявившая о себе компания преподнесла инвесторам ряд поводов для разочарования. Это и задержка с публикацией отчетности по МСФО за 2006 г., и резкий рост долговой нагрузки, и перенос сроков IPO.
- Мы считаем, что сейчас пришло время пересмотреть взгляды на компанию. В мае 2007 г. ДИКСИ провела IPO, в результате чего произошло очень существенное укрепление ее кредитного профиля. Достаточно сказать, что показатель «Долг/ЕБИТДА годовая» у ДИКСИ опустился с 5.9x в конце 2006 г. до менее чем 3.0x в конце 1-го полугодия 2007 г.
- Насколько мы поняли по итогам недавней встречи с руководством ДИКСИ, в дальнейшем компания не планирует увеличивать долговую нагрузку выше 3x в терминах «Долг/ЕБИТДА». Обычно мы относимся к подобным прогнозам розничных сетей с высокой долей скепсиса, понимая аппетиты акционеров в части нацеленности на рост. Вместе с тем, учитывая, что в прошлом ДИКСИ получила хороший «урок», мы считаем, что сейчас отношение компании к долговой нагрузке действительно изменилось.
- На наш взгляд, после IPO по уровню кредитоспособности ДИКСИ отделилась от группы продуктовых ритейлеров 2-3 эшелонов и заметно приблизилась к лидерам сегмента – Магниту, Х5 и Седьмому Континенту. Вместе с тем, котировки облигаций ДИКСИ пока не полностью отразили эту трансформацию. На наш взгляд, потенциал сужения спредов облигаций Дикси-Финанс-1 к выпускам лидеров сегмента составляет сейчас около 100бп.
- Недавно появились сообщения о возможном объединении ДИКСИ с Магнитом или Х5 путем обмена акциями. Для ДИКСИ объединение с более сильным ритейлером стало бы позитивным кредитным событием. Однако мы предпочитаем не учитывать этот фактор при определении справедливой доходности облигаций ДИКСИ, т.к., по нашим ощущениям, никаких договоренностей между сетями пока не достигнуто.
- Если бы не общее ухудшение рыночной конъюнктуры, сейчас был бы очень хороший момент для покупки облигаций ДИКСИ, в качестве наилучшей альтернативы в сегменте облигаций продуктовой розницы. В ближайшие недели компания должна опубликовать результаты за 1-е полугодие 2007 г., где будет зафиксирован факт снижения долговой нагрузки. Кроме того, как нам стало известно, в начале осени компания планирует завершить работу по получению кредитного рейтинга. Мы рекомендуем инвесторам покупать облигации ДИКСИ-Финанс-1 при первых признаках улучшения конъюнктуры или просто заместить этим выпуском другие облигации продуктовой розницы в торговых портфелях, т.к. ожидаем, что он будет демонстрировать динамику «лучше рынка».

Отчетность за 1-полугодие 2007г. отразит резкое снижение долговой нагрузки

Напомним, что в 2006 г. ДИКСИ существенно увеличила объем долга с целью финансирования расширения сети. По состоянию на 31 декабря 2006 г. консолидированный чистый долг ДИКСИ составил USD264 млн. На тот момент показатели «Долг/ЕБИТДА» и «Долг/Собственный капитал» выглядели достаточно агрессивно – на уровне 5.9х и 4.1х соответственно.

Однако после проведенного в мае IPO ситуация с долговой нагрузкой у ДИКСИ значительно улучшилась. За счет размещения допэмиссии акций компания привлекла в капитал более USD130 млн., в результате чего сразу после IPO объем чистого долга снизился до USD129 млн. По нашим оценкам, по итогам 1-го полугодия долг ДИКСИ составил около USD140 млн.

Таким образом, соотношение «Долг/Капитал» по результатам 1-го полугодия снизилось до 0.7х, что указывает на высокий уровень финансовой устойчивости. На самом деле, столь консервативной структурой баланса среди продуктовых розничных сетей могут похвастаться лишь X5 и Седьмой Континент (см. сравнительную таблицу в последнем разделе).

Мы предполагаем, что операционная рентабельность ДИКСИ (ЕБИТDA margin) в течение января-июня 2007 г. находилась на уровне 4.2-4.4%. Мы исходим из того, что в 1-м полугодии розничные сети обычно показывают более слабые результаты по сравнению со 2-м полугодием, а также предполагаем, что за счет эффекта масштаба, усилий ДИКСИ по развитию логистики и увеличению доли private label показатели рентабельности у сети будут чуть выше, чем в 2006 г.¹

Основываясь на объявленных компанией данных по выручке за 1-е полугодие 2007 г. (USD652 млн.), мы делаем вывод, что показатель «Долг/ЕБИТDA годовая²» по итогам января-июня у ДИКСИ опустился ниже 3.0х.

Табл. 1. Ключевые финансовые показатели ДИКСИ

USD млн.	2006	6 мес. 2007 г. Прогноз МДМ-Банка
Выручка	1 009.2	652.0
ЕБИТDA	44.7	27.3-28.7
Долг	264	140.0
Капитал	64.5	206
ЕБИТDA margin	4.4%	4.2-4.4%
Долг / ЕБИТDA годовая, (x)	5.9	2.4-2.6
Долг / Капитал (x)	4.1	0.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Помимо снижения прямой долговой нагрузки, IPO-сделка еще и полностью сняла вопрос об условных обязательствах по выкупу акций у фондов прямых инвестиций. Эти обязательства, которые «портили» вышедшую с опозданием в 2006 г. консолидированную отчетность DIXY Retail Ltd., в соответствии с соглашениями, исчезают в случае проведения IPO.

Насколько мы понимаем, промежуточная консолидированная отчетность ДИКСИ по МСФО за 1-е полугодие, в которой впервые найдет «официальное» подтверждение факт снижения долговой нагрузки, будет подготовлена и опубликована до конца августа.

¹ В 2006 г. показатель ЕБИТDA margin у ДИКСИ составил 4.4%, в то время как по итогам 1-го полугодия 2006 г., по нашим оценкам, он был на уровне 3.3-3.5%

² Показатель ЕБИТDA annualized в данном случае рассчитывается путем удвоения полугодического показателя ЕБИТDA

Дальнейшая финансовая политика: Долг/ЕБИТДА ≤ 3х

Основываясь на «неприятном» опыте 2006 г., ДИКСИ декларирует достаточно умеренные темпы роста сети в среднесрочной перспективе. В частности, в 2007 г. компания собирается открыть 80 магазинов (для сравнения, в 2006 г. было открыто 115 магазинов). План на 2008 г. – около 115 новых магазинов.

ДИКСИ намерена проводить экспансию в двух ключевых для себя регионах присутствия – это Северо-Запад и Урал. Это разумно, т.к. позволит компании получать экономию на масштабе за счет логистики.

Насколько мы поняли из беседы с руководством ДИКСИ, компания не планирует увеличивать долговую нагрузку выше 3х в терминах «Долг/ЕБИТДА».

По нашим оценкам, такие самоограничения по уровню долговой нагрузки вполне соотносятся с планами компании в части капвложений (см. табл.2). Выход долговой нагрузки за пределы 3х возможен, но вряд ли отклонение будет значительным.

Таблица 2. Фактические и прогнозируемые показатели ДИКСИ

USD млн., если не указано иное	2006 г.	2007 г.		2008 г.	
			Прогноз МДМ-Банка	Прогноз МДМ-Банка	
Количество новых магазинов	115		80		115
Общее количество магазинов	324		404		519
Выручка	1 009		1 350		1 809
ЕБИТДА	45		65		87
Капвложения	150		125		160
Операционный денежный поток*	37		65		85
Увеличение акционерного капитала	0		135		0
Увеличение (уменьшение) долга	113		(-69)		65
Объем долга на конец периода	264		195		255
Долг/ЕБИТДА (х)	5.9		3.0		2.9

*За счет сильных переговорных позиций с поставщиками ДИКСИ добивается отсрочки платежей. Каждый новый магазин «генерирует» отрицательный оборотный капитал, т.е. увеличивает операционный денежный поток.

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

ДИКСИ: сравнительный анализ с другими розничными сетями

На наш взгляд, IPO позволило ДИКСИ отделиться по своим кредитным характеристикам от продуктовых розничных сетей 2-3 эшелонов, и приблизиться к наиболее сильным компаниям сегмента – Магниту, X5 Retail Group и Седьмому Континенту.

Это проиллюстрировано в таблице 3, где мы приводим оценку ключевых факторов кредитного профиля крупнейших компаний российской продуктовой розницы. Каждый из трех факторов – «финансовый профиль», «прозрачность» и «вероятность поддержки акционеров» мы оценили по шкале от 1 до 5 (1 – «слабая» характеристика с точки зрения кредитоспособности, 5 – «сильная»).

Несмотря на то, что это достаточно упрощенная модель оценки (безусловно, кредитоспособность определяется заметно более широким набором факторов, а каждый из них имеет различный «вес»), на наш взгляд, она позволяет получить достаточно адекватное представление об относительном положении этих компаний на «кредитной шкале».

Как с точки зрения силы финансового профиля, так и с точки зрения прозрачности, ДИКСИ близка к лидерам рынка, при этом значительно опережает такие компании 2-3 эшелонов, как Виктория и Копейка. В отличие от этих двух компаний, ДИКСИ характеризуется умеренной долговой нагрузкой на капитал и денежный поток, имеет аудированную отчетность по МСФО (Копейка отказалась публиковать отчетность за 2006 г.), а акции ДИКСИ торгуются на бирже.

Таблица 3. Ключевые параметры кредитного профиля крупнейших российских продуктовых розничных сетей

	ДИКСИ	Виктория	Копейка	Магнит	X5	7 Континент
1. Финансовый профиль	4	3	1	4	4	5
- «Долг / EBITDA» на конец 2007 г., оценка (x)	около 3.0	3.0-3.5	5.0-6.0	3.0	3.0	0.4-0.5
- «Долг/Собственный капитал» на конец 2007 г., оценка (x)	0.9	2.0-2.5	1.5-2.0	1.0-1.5	0.4-0.5*	0.1
- EBITDA margin в 2006 г.	4.8	5.3	4.1	4.9	9.3	10.9
2. Прозрачность / публичность	4.5	2	3	4.5	5	4.5
- регулярная аудированная отчетность по МСФО	есть	нет	нет	есть	есть	есть
- кредитные рейтинги	нет	нет	нет	нет	есть	нет
- листинг акций	есть	нет	нет	есть	есть	есть
3. Возможная поддержка акционеров	1	1	3	1	3	2
Итоговый балл	3.2	2.00	2.3	3.2	4.0	3.8

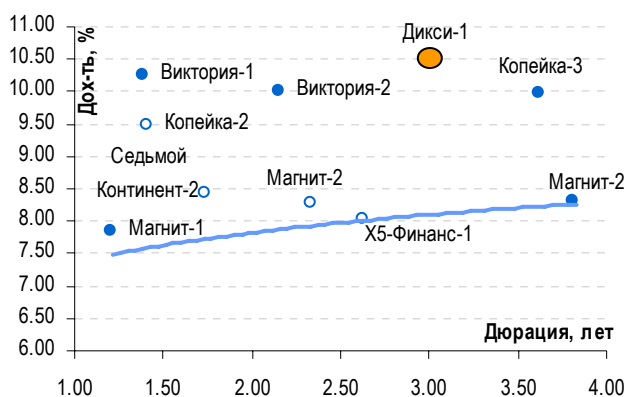
*с учетом запланированной доп. эмиссии акций.

Источник: оценки МДМ-Банка

В то же время, облигации ДИКСИ пока торгуются на одном уровне с выпусками Виктории и Копейки, т.е. со спредами около 200бп к лидерам сегмента. На наш взгляд, выпуск ДИКСИ должен торговаться по меньшей мере «посередине» между выпусками Виктории/Копейки и кривой доходности, сформированной выпусками Седьмого Континента, Магнита и X5. В связи с этим, наша краткосрочная цель по облигациям ДИКСИ – около 100бп к кривой доходности лидеров.

Тем, кто не желает сейчас увеличивать свои позиции в рублевых облигациях на фоне резкого ухудшения конъюнктуры, мы рекомендуем заместить выпуском ДИКСИ-Финанс-1 другие облигации продуктовой розницы в своих торговых портфелях, т.к. ожидаем, что он будет демонстрировать динамику «лучше рынка».

Диаграммы 1-2. Потенциал изменения доходности и котировок облигаций ДИКСИ-Финанс.



Источник: ММВБ, МДМ-Банк



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com		

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.