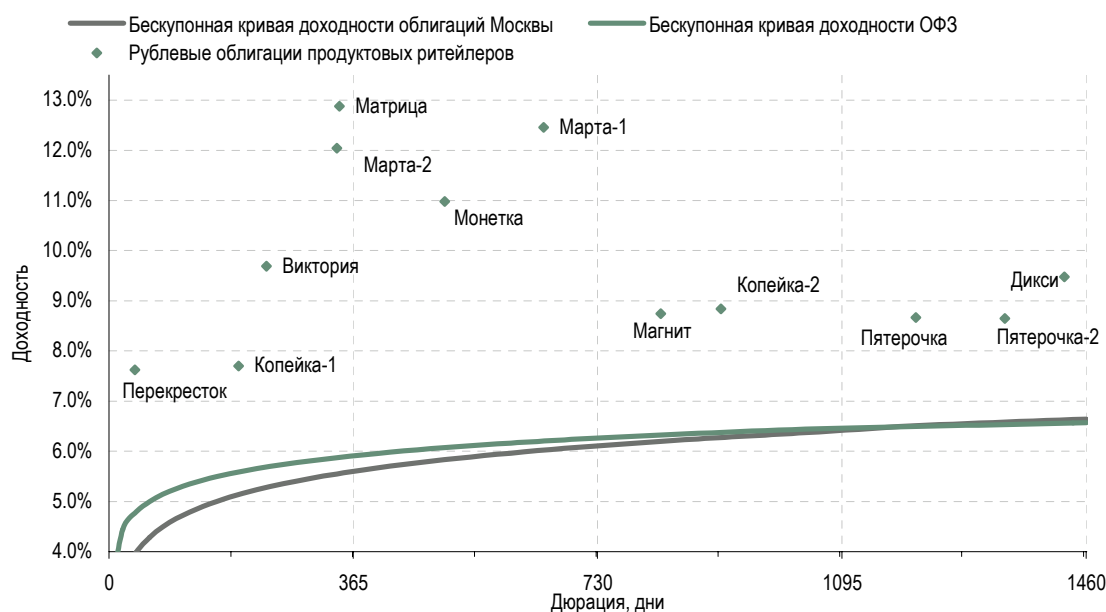


Облигации розничных сетей: распродажи не будет

- Настоящий отчет посвящен анализу результатов продуктовых розничных сетей за 2005 г. На их основе мы пересматриваем оценки справедливых кредитных спредов для компаний сектора.
- По итогам года все розничные сети продемонстрировали уверенный рост выручки, однако динамика рентабельности сильно различалась, а показатели долговой нагрузки, за редким исключением, ухудшились. Тем не менее, перспективы сектора остаются позитивными, и спрэды облигаций большинства ритейлеров не будут расширяться.
- Конкуренция в секторе розничной торговли растет, угрожая рентабельности операторов. Противопоставить данной угрозе компании могут экспансию в регионы, увеличение доли private labels и непродуктовых товаров, а также улучшение логистики.
- Большая часть капиталовложений ритейлеров не является обязательной, а их активы достаточно ликвидны. При необходимости ритейлеры могут снизить темпы роста и финансировать его самостоятельно. Кроме того, компании розничной торговли доказали возможность привлечения значительных средств с фондового рынка.
- Механизм слияния Пятерочки и Перекрестка оказался благоприятным для кредиторов. Однако планы развития объединенной компании и ее программа капитальных вложений потребуют значительного внешнего финансирования. Опасения по поводу рейтинга Пятерочки сохраняются, и мы полагаем, что ее облигации несколько переоценены рынком.
- После публикации отчетности по МСФО и удачного IPO Магнита мы пересмотрели наше мнение о компании в лучшую сторону. На наш взгляд, облигации Магнита остаются недооцененными.
- Привлечение нового акционерного капитала Дикси и Копейкой вряд ли автоматически приведет к сужению спредов облигаций этих компаний. Долговые обязательства Дикси были размещены достаточно агрессивно, а для Копейки сохраняется риск дополнительного предложения облигаций, выкупленных эмитентом на первичном рынке.
- Реструктуризация Марты – важный шаг в повышении прозрачности. Мы надеемся, что после публикации аудированной отчетности наша позитивная оценка этой компании подтвердится.
- Матрица продолжает быстро развиваться, но по-прежнему за счет заемного финансирования. Мы пока не видим причин для изменения нашей оценки кредитного спреда ее облигаций.
- Облигации Монетки, на наш взгляд, были недооценены рынком на первичном размещении примерно на 65 б. п.

Рисунок 1. Доходности облигаций компаний продуктовой розницы



Содержание

Инвестиционный вывод	3
Марта: реструктуризация проведена, отчетности пока нет	4
Матрица: по-прежнему быстрый рост	6
Пятерочка и Перекресток: первое крупное слияние	6
Магнит, Копейка, Дикси: новые источники финансирования	8
Другие розничные сети	10
Финансирование быстрого роста: основной риск для отрасли	11
Долговая нагрузка	12
Управление оборотным капиталом	13
Розничный бизнес: кредитная точка зрения	14
Форматы	14
Управление рентабельностью	14
Перспективы отрасли	16
Что дальше?	17
Последствия замедления: рентабельность под угрозой	18
Когда замедлится рост сектора?	19
Другие кредитные риски	21

Инвестиционный вывод

В настоящем отчете мы кратко анализируем прошлогодние результаты компаний розничной торговли, долговые инструменты которых обращаются на рынке: Копейки, Магнита, Марты, Матрицы, Пятерочки, Седьмого Континента, а также нового эмитента – уральской розничной сети Монетка. Мы отдельно останавливаемся на розничных сетях Марта и Матрица, которые давно находятся в списке наших рекомендаций на покупку. Из наиболее значимых событий мы выделяем слияние Пятерочки и Перекрестка, а также выход на фондовый рынок Магнита, Копейки и Дикси. Для остальных ритейлеров мы приводим краткий анализ их финансовых результатов за прошлый год. Наши пересмотренные оценки справедливого спреда облигаций этих эмитентов приведены в *табл. 1*.

Таблица 1. Справедливые и фактические спреды облигаций продуктовых ритейлеров

	Оценка справедливого спреда, б. п.		Фактический спред, б. п.
	Прежняя	Пересмотренная	
Дикси	300	300	280
Копейка	275	275	250
Магнит	300	250	320
Марта	475	475	670
Матрица	525	525	770
Монетка	н/д	450	515
Перекресток + Пятерочка	225	250	220
Седьмой Континент	225	225	н/д
Виктория	325	325	465

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Как и в начале этого года (см. наш отчет *Grocery Retail: Shop Till You Drop, Margins Are Still on Top* от третьего марта), мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы сектора продуктовой розницы. Быстрый рост отрасли в первую очередь связан с ее структурными изменениями – современные форматы магазинов еще недостаточно представлены на рынке, и степень его консолидации пока также незначительна. Кроме того, позитивное влияние на сектор оказывает рост реальных доходов населения, изменяющий структуру спроса в пользу более дорогих продуктов и позволяющий сетям постепенно наращивать объемы продаж.

По итогам 2005 г. (*табл. 2-3*) все розничные сети продемонстрировали уверенный рост основных показателей: рост продаж составил от 23% до 85% по различным компаниям. В то же время изменение рентабельности не было единообразным, а показатели относительной долговой нагрузки, за редким исключением, ухудшились. Темпы экспансии розничных сетей очень высоки, и конкуренция в отрасли быстро нарастает. Чтобы не допустить резкого снижения рентабельности, розничные сети будут вынуждены активизировать региональную экспансию, совершенствовать систему логистики, увеличивать долю товаров категории *private labels* и непродовольственных товаров.

В целом мы не видим причин для масштабной переоценки кредитного качества сектора, по крайней мере, в среднесрочной перспективе. Большая часть капиталовложений не является обязательной, и розничные компании могут самостоятельно финансировать свой рост. Для многих ритейлеров ключевой риск заключается в том, что они слишком часто прибегают к привлечению заемного капитала для финансирования своей экспансии, сделок по слиянию и поглощению. Большинство эмитентов считают долговое финансирование более привлекательным, однако выгода от относительно низкой цены заемного капитала может быть нивелирована рисками ликвидности при чрезмерном росте финансового рычага. В этой связи всплеск активности по привлечению нового акционерного капитала, который мы наблюдаем в текущем году, выглядит обнадеживающе.

Таблица 2. Основные операционные показатели по итогам 2005 г.

	Год открытия первого магазина	Основной формат	Кол-во магазинов	Магазины под управлением			Под управлением по договорам франшизы
				всего	в собственности	в аренде	
Дикси	1999	«мягкий» дискаунтер	218	218	15%	85%	0
Копейка	1998	«мягкий» дискаунтер	118	106	47%	53%	12
Магнит	2000	«мягкий» дискаунтер	1505	1505	15%	58%	0
Марта	2001	супермаркет	34	34	65%	35%	0
Матрица	2001	супермаркет	23	23	34%	66%	0
Перекресток	1995	супермаркет	129	121	40%	60%	8
Пятерочка	1999	«мягкий» дискаунтер	751	376	49%	51%	375
Седьмой Континент	1994	супермаркет	111	111	12%	88%	0
Виктория	1998	магазин шаговой доступности	125	125	11%	89%	0

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 3. Основные финансовые показатели

	2004				2005				
	Выручка, USD млн	Валовая рентабельность	Рентабельность EBITDA	Общий долг/ EBITDA	Выручка, USD млн	2005 к 2004	Валовая рентабельность	Рентабельность EBITDA	Общий долг/ EBITDA
Дикси	565	16.9%	3.5%	1.2	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Копейка	372	21.0%	7.1%	1.9	575	57.1%	20.9%	6.1%	3.2
Магнит	849	12.8%	1.8%	5.1	1 578	85.9%	16.8%	5.0%	2.1
Марта	127	29.1%	17.7%	3.1	171	37.1%	25.5%	16.7%	4.5
Матрица	89	18.9%	7.8%	3.3	154	73.3%	20.2%	8.9%	5.6
Перекресток	660	27.1%	7.1%	1.9	1 015	53.7%	22.4%	6.1%	3.2
Пятерочка	1 106	22.2%	10.1%	0.7	1 359	22.9%	24.9%	12.0%	1.4
Седьмой Континент	496	29.2%	8.6%	0.0	712	39.7%	32.2%	10.5%	1.2
Виктория	358	21.5%	5.5%	0.9	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Марта: реструктуризация проведена, отчетности пока нет

В течение 2005 г. Марта провела первый этап юридической реструктуризации. Все основные собственники недвижимости и операционные компании были переданы в собственность австрийской MARTA Unternehmensberatungs GmbH, которая напрямую принадлежит топ-менеджерам Марты Г. Трефилову и Б. Васильеву. Это коснулось не только продуктовой розницы, но и других сегментов бизнеса Марты. Мы положительно оцениваем завершение реструктуризации и считаем, что более четкая структура собственности благоприятно скажется на кредитных рисках компании. Австрийский холдинг выставил дополнительную оферту по облигациям Марта-Финанс второго выпуска (которая должна быть исполнена через год). При этом первый выпуск, погашение которого приходится на май 2008 г., пока такой оферты не имеет. Поскольку до выставления новой оферты оба выпуска Марты торговались почти с равными спредами (хотя при этом облигации Марта-2 были лучше обеспечены активами холдинга), на наш взгляд, рынок по-прежнему будет оценивать качество этих облигаций одинаково.

Холдинг Марта был недостаточно прозрачным, однако в последнее время мы наблюдаем важные шаги в направлении большей открытости. Для Марты это особенно важно, поскольку компания объединяет сразу несколько различных сегментов розничного бизнеса (включая магазины Colours&Beauty и крупный Интернет-магазин бытовой техники и электроники 003.ru), что не позволяет сравнивать ее с другими продуктовыми ритейлерами напрямую. Для Марты также очень важны совместные проекты с компаниями-партнерами, где ее доли не являются контрольными и не консолидируются в отчетности:

- **Совместное предприятие с REWE.** В апреле Марта объявила о передаче в состав СП с REWE 15 магазинов (из 42 работавших на тот момент). Этот шаг полностью соответствует озвученной стратегии компании, и мы оцениваем его позитивно. Продажа работающего розничного бизнеса является для Марты важным источником финансирования. По оценкам компании, за счет вырученных средств она сможет сократить кредитный портфель на USD42 млн по краткосрочному долгу и отчасти профинансировать потребности в капиталовложениях. Ранее при передаче магазинов в СП с REWE Марта сохраняла за собой 75%-ную долю в компании-владельце торговых площадей. Теперь доля холдинга в таких компаниях будет составлять 25%. По нашим расчетам, снижение объема продаж после передачи магазинов в СП будет довольно быстро компенсировано за счет новых магазинов (в стадии подготовки к открытию – девять магазинов) и роста продаж в недавно открытых торговых точках. Прогноз компании по объему выручки сети Grossmart на 2006 г. составляет USD315 млн.
- **RTM Development.** Это совместное предприятие с группой компаний «Время» занимается строительством и эксплуатацией торгово-развлекательных центров, ключевые клиенты которых – Metro и REWE. Активы RTM на начало года оцениваются в USD127 млн, в ближайшее время мы ожидаем публикации аудированной отчетности этого проекта по МСФО с оценкой недвижимости от American Appraisal. В той части, в какой Марту можно рассматривать как фонд торговой недвижимости, оценивать покрытие ее долга показателем EBITDA некорректно. В этом случае (как и для банков) следует ориентироваться на реальную стоимость активов, ведь главным источником ликвидности для выплаты долга станут поступления от их реализации.

При публикации результатов за 2005 г. эмитент пересмотрел финансовые показатели за 2003-2004 гг. Мы приводим основные данные за эти периоды с учетом соответствующих изменений. Кроме того, мы не включаем в долговую нагрузку Марты долг, привлеченный на Rema Immobilien (балансодержателя недвижимости проекта BILLA), поскольку результаты этого проекта, на наш взгляд, не должны консолидироваться в управленческой отчетности. В ближайшие месяцы Марта планирует выйти на рынок с новым выпуском рублевых облигаций на сумму 2 млрд руб. (из них порядка 1.3 млрд руб., по нашей оценке, должно быть направлено на рефинансирование долга, который гасится в течение 2006 г.). Мы надеемся, что аудированная отчетность всего розничного бизнеса Марты за 2004-2005 гг. будет опубликована до размещения займа. В таком случае можно будет ожидать переоценки рынком кредитного риска компании. Однако до публикации отчетности мы сохраняем свою оценку справедливого спреда Марты на уровне порядка 475 б. п. к ключевой кривой. На наш взгляд, Марта остается самым недооцененным эмитентом сектора.

Таблица 4. Основные финансовые показатели розничного бизнеса Марты (управленческая отчетность)*

USD млн, если не указано иное	2003	2004	Рост к 2004 г.	2005	Рост к 2004 г.
Выручка	65.2	124.9	92%	171.2	37%
Валовая прибыль	16.8	34.0	102%	43.7	28%
EBITDA	9.3	23.6	153%	28.6	22%
Чистая прибыль	(5.2)	8.6	-266%	9.6	12%
Валовая рентабельность	25.8%	27.2%	н/д	25.5%	н/д
Рентабельность EBITDA	14.3%	18.9%	н/д	16.7%	н/д
Чистая рентабельность	-7.9%	6.9%	н/д	5.6%	н/д
Совокупный долг	79.7	93.0	17%	129.7	39%
Чистый долг	78.7	88.0	12%	117.1	33%
Совокупный долг / EBITDA	8.5	3.9	н/д	4.5	н/д
Финансовые расходы	5.8	14.0	141%	12.9	-8%
EBITDA / Финансовые расходы	1.6	1.7	н/д	2.2	н/д

*Пересмотренные показатели за 2003-2004 гг., включающие долг Rema Immobilien.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Матрица: по-прежнему быстрый рост

В 2005 г. продолжился рост Матрицы: выручка в рублевом выражении увеличилась на 70%. Столь высокие темпы роста характерны для небольших сетей розничной торговли. В своей географии компания по-прежнему ориентируется на Башкортостан, однако ее стратегия стала мультиформатной. В дополнение к уже работающим супермаркетам и гипермаркету начато освоение формата эконом-класса «оптимаркет». По итогам первого квартала в состав Матрицы входили 19 супермаркетов, три магазина эконом-класса в Башкортостане и один гипермаркет в Москве.

В целом мы не видим причин менять свой взгляд на компанию, поскольку пока качественные сдвиги в уровне ее кредитных рисков несущественны. Оптовый бизнес Матрицы (крупнейший в регионе) в некоторой степени диверсифицирует риски розничного сегмента. Магазины Матрицы расположены в основном в регионах, поэтому сеть проигрывает московским розничным сетям по валовой рентабельности. Однако на уровне рентабельности продаж этот недостаток компенсируется более низкими операционными издержками.

Уровень долга Матрицы остается высоким, а финансовая политика – достаточно агрессивной. Мы надеемся, что компания сократит долю недвижимости, находящейся в банковских залогах. Однако это не делает менее актуальным риск дальнейшего увеличения долговой нагрузки для финансирования развития компании. Хотя компания быстро развивается, в июне 2007 г., когда наступит срок исполнения оферты по облигационному выпуску, риски рефинансирования могут стать существенными. После размещения облигаций Матрица не успела рефинансировать значительную часть задолженности до конца 2005 г. и поместила денежные средства в краткосрочные финансовые вложения. Тем не менее, по итогам первого квартала объем краткосрочных вложений сократился больше, чем совокупный долг, поэтому следует по-прежнему ориентироваться на совокупный показатель Долг/EBITDA для Матрицы на уровне 5-5.5х. Кроме того, для Матрицы существенными остаются вопросы прозрачности денежных потоков и качества финансовой отчетности. Мы сохраняем свою оценку справедливого спреда облигаций Матрицы на уровне 525 б. п. к ключевой кривой доходности. Матрица – рискованный, но недооцененный заемщик.

Таблица 5. Финансовые показатели Матрицы (управленческая отчетность)

USD млн, если не указано иное	2003	2004	Рост к 2004 г.	2005	Рост к 2004 г.
Выручка	72.4	88.7	22%	153.7	73%
Валовая прибыль	12.0	16.7	39%	31.0	85%
EBITDA	9.6	6.9	-28%	13.7	98%
Чистая прибыль	7.8	4.2	-47%	7.3	75%
Валовая рентабельность	16.6%	18.9%	н/д	20.2%	н/д
Рентабельность EBITDA	13.2%	7.8%	н/д	8.9%	н/д
Чистая рентабельность	10.8%	4.7%	н/д	4.7%	н/д
Совокупный долг	16.0	23.8	48.3%	77.2	225%
Чистый долг	15.2	22.6	48.7%	74.0	227%
Совокупный долг / EBITDA	1.7х	3.4	н/д	5.6	н/д
Финансовые расходы	1.6	3.2	102.4%	4.1	28%
EBITDA / Финансовые расходы	6.1х	2.2	н/д	3.4	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Пятерочка и Перекресток: первое крупное слияние

Для отраслей с пока еще низким уровнем консолидации повышенная активность в сфере слияний и поглощений вполне закономерна, особенно если эти отрасли характеризуются высокой динамикой. Акционеры и менеджмент розничных сетей в первую очередь заинтересованы в наращивании темпов роста, потому что именно быстрый рост позволяет фондовому рынку оценивать розничные сети по высоким мультипликаторам. Соответственно, компании активнее используют заемное финансирование, что в свою очередь угрожает кредитоспособности отрасли.

Первой действительно крупной сделкой такого рода стало объявленное и уже одобренное слияние Пятерочки и Перекрестка, в результате которого должен появиться крупнейший российский ритейлер с объемом продаж в 2006 г. более USD3.5 млрд. В общих чертах сделка была структурирована следующим образом:

- Пятерочка приобретает у Альфа-Групп и фонда Templeton 100% акций Перекрестка за USD1.37 млрд, в оплату которых вносится USD300 млн денежных средств и 15.8 млн акций Пятерочки новой эмиссии.
- Альфа-Групп покупает 14.5 млн акций Пятерочки у ее контролирующих акционеров за USD1.18 млрд, которые полностью оплачиваются денежными средствами.
- Пятерочка также получает опцион (со сроком исполнения в 2008 г.) на приобретение сети Карусель, которая была выведена из состава Пятерочки перед IPO.

После сделки Альфа-Групп и топ-менеджмент Перекрестка будут контролировать 54% объединенной компании, в то время как доля бывших контролирующих акционеров Пятерочки снижается до 21%, а в свободном обращении остается 25% акций Пятерочки. Пока структура сделки не была полностью прояснена, мы считали риски, связанные с ее финансированием, очень существенными. Однако выяснилось, что основное финансирование предоставляет Альфа-Групп, выкупающая доли бывших контролирующих акционеров Пятерочки, а сама Пятерочка планирует привлечь для этой сделки всего USD300 млн. С нашей точки зрения, такая сумма не угрожает кредитоспособности объединенной компании.

Таблица 6. Финансовые показатели Пятерочки и Перекрестка (аудированная отчетность по МСФО)

USD млн, если не указано иное	2005			pro forma 2006П		
	Пятерочка	Перекресток	Объединенная компания	Пятерочка	Перекресток	Объединенная компания
Выручка	1 359	1 015	2 374	1 896	1 663	3 559
EBITDA	163	62	244	204	139	343
Чистая прибыль	91	29	120	91	54	144
Рентабельность EBITDA	12.0%	6.1%	10.3%	10.8%	8.3%	9.6%
Рентабельность чистой прибыли	6.7%	2.8%	5.1%	4.8%	3.2%	4.1%
Краткосрочный долг	9	53	62	н/д	н/д	н/д
Долгосрочный долг	224	144	368	н/д	н/д	н/д
Совокупный долг	233	197	430	н/д	н/д	1 100
Долг/EBITDA	1.43	3.17	1.76	н/д	н/д	3.20

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Однако менеджмент объединенной компании придерживается очень агрессивных планов развития – обновленная программа капиталовложений составляет порядка USD700 млн в год, что очевидно потребует привлечения внешнего финансирования. В ближайшее время планируется привлечь: USD300 млн – на приобретение Перекрестка; USD350 млн – на цели развития объединенной компании; USD150 млн – на рефинансирование краткосрочного долга. Таким образом, совокупный объем синдицированного кредита составит USD800 млн. Большой объем кредита и возросшие финансовые риски привели к повышению ставки. В прошлом году Перекресток привлекал финансирование западных банков по ставке Libor+200 б. п., а по новому кредиту Пятерочки ставка будет доходить до Libor+300 б. п. Принимая во внимание рост долговой нагрузки и наш прогноз *pro forma* показателей за 2006 г., отношение совокупного долга объединенной компании к EBITDA по итогам 2006 г. составит около 3х или чуть больше, в зависимости от фактических темпов роста.

Ранее мы оценивали справедливый спрэд облигаций Пятерочки к ключевой кривой доходности на уровне 225 б. п. Мы повышаем свою оценку справедливого спреда до 250 б. п., так как более широкий спрэд, на наш взгляд, необходим для компенсации возросшего финансового риска из-за агрессивных планов развития (тем более что S&P и Moody's до сих пор не исключили рейтинг Пятерочки из списка на возможное понижение). Однако рынок пока игнорирует данный риск. По нашему мнению, текущий спрэд облигаций Пятерочки (в среднем 210 б. п.) слишком узок.

Магнит, Копейка, Дикси: новые источники финансирования

Диверсификация источников финансирования для продолжения экспансии остается очень важной задачей ритейлеров. О отрасль быстро растет, и в сравнении с другими секторами фондовый рынок оценивает продуктовую розницу по более высоким коэффициентам. В такой ситуации долговое финансирование для ритейлеров гораздо дешевле привлечения акционерного капитала. Однако с точки зрения кредиторов управление ликвидностью и снижение рисков рефинансирования важнее, чем минимизация средней стоимости капитала. Поэтому любое привлечение ритейлерами акционерного капитала позитивно для кредиторов и свидетельствует о том, что их интересы находятся в поле зрения менеджмента и акционеров. Кроме того, если привлечение такого капитала проходит в форме IPO (особенно на зарубежной площадке), то планка требований к прозрачности компании заметно повышается. В 2005 г. сразу несколько сетей готовились к первичному размещению акций, и в этом году мы увидим, по крайней мере, три IPO: Магнита, Копейки и Дикси.

Магнит

Крупнейшая сеть дискаунтеров Магнит провела IPO в конце апреля, по итогам которого было привлечено около USD190 млн. Объем размещения превысил USD368 млн (19% акций после дополнительной эмиссии), при этом продажа акций существующими акционерами составила 48% от размещенного объема. Публикация отчетности по МСФО позволила по-новому взглянуть на компанию, кредитные риски которой рынок переоценивал. Объем капиталовложений Магнита в 2006 г. составляет около USD150 млн, и увеличение акционерного капитала полностью покрывает эту сумму, даже с учетом возможной потребности в увеличении оборотного капитала (в 2005 г., когда число магазинов компании выросло примерно на 50%, рост оборотного капитала составил USD30 млн). Таким образом, у Магнита не должно возникнуть трудностей с рефинансированием краткосрочного долга и оплатой лизинговых платежей в текущем году (порядка USD80 млн). По состоянию на начало 2006 г. все основные средства Магнита были свободны от залогов.

С нашей точки зрения, в ценах облигаций Магнита пока не полностью учтена позитивная переоценка его кредитного качества, связанная с публикацией отчетности по МСФО и удачными результатами IPO. Мы полагаем, что облигации Магнита должны торговаться с теми же спредами, что и облигации Пятерочки – на уровне 250 б. п. к ключевой кривой доходности.

Таблица 7. Основные финансовые показатели Магнита
(аудированная отчетность по МСФО)

USD млн, если не указано иное	2004	2005	Рост к 2004 г.
Выручка	848.539	1577.672	86%
Валовая прибыль	108.723	264.794	144%
EBITDA	15.097	78.884	423%
Чистая прибыль	-1.68	36.832	н/д
Валовая рентабельность	12.8%	16.8%	н/д
Рентабельность EBITDA	1.8%	5.0%	н/д
Чистая рентабельность	-0.2%	2.3%	н/д
Совокупный долг	77.644	162.632	109%
Чистый долг	57.902	116.861	102%
Совокупный долг / EBITDA	5.14	2.06	н/д
Финансовые расходы	5.319	12.872	142%
EBITDA / финансовые расходы	2.84	6.13	н/д
Денежный эффект изменения оборотного капитала / EBITDA	68%	-38%	н/д
Капиталовложения (с учетом приобретений) / EBITDA	374%	99%	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Копейка

Для Копейки, долговая нагрузка которой на протяжении последних двух лет несколько превышает показатели лидеров отрасли, IPO также должно стать мощным фактором кредитной поддержки. Валовая рентабельность по итогам 2005 г. выросла, однако темпы роста общих, коммерческих и административных расходов оказались более высокими, что привело к заметному падению рентабельности EBITDA. Особенно низкими валовая рентабельность и EBITDA оказались в четвертом квартале прошлого года: по итогам первых девяти месяцев указанные показатели составили 22.4% и 7.5% соответственно.

В своих прогнозах мы несколько недооценили объем долговой нагрузки Копейки, что также связано с результатами за четвертый квартал. В указанный период размер чистых заимствований Копейки увеличился на 34%, в результате чего соотношение Совокупный долг/EBITDA по итогам года составило 3.2. Мы полагаем, что если в результате IPO компания сможет сократить долг, S&P повысит рейтинг Копейки (в настоящий момент B-), а рейтинг другого агентства (если он будет присвоен) окажется выше. Публикация результатов не повлияла на спреды бумаг Копейки, которые, на наш взгляд, близки к справедливым – порядка 275 б. п. В то же время существует риск того, что Копейка создаст дополнительное предложение своих облигаций: у нее находится большая часть второго выпуска, и планируется размещение третьего выпуска на сумму до 4 млрд руб. В этом случае спреды облигаций компании могут несколько расшириться.

Таблица 8. Основные финансовые показатели Копейки
(аудированная отчетность по МСФО)

USD млн, если не указано иное	2003	2004	Рост к 2003 г.	2005	Рост к 2004
Выручка	214.8	365.8	70%	574.8	57%
Валовая прибыль	39.6	72.6	83%	120.4	66%
EBITDA	12.4	26.3	112%	35.3	34%
Чистая прибыль	6.9	15.2	122%	9.3	-39%
Валовая рентабельность	18.5%	19.9%	н/д	20.9%	н/д
Рентабельность EBITDA	5.8%	7.2%	н/д	6.1%	н/д
Чистая рентабельность	3.2%	4.2%	н/д	1.6%	н/д
Совокупный долг	-	50.8	н/д	112.3	121%
Чистый долг	(2.9)	32.4	-1205%	101.9	215%
Совокупный долг / EBITDA	-	1.9	н/д	3.2	н/д
Финансовые расходы	0.1	0.7	1011%	8.4	1140%
EBITDA / финансовые расходы	203.8	38.8	н/д	4.2	н/д
Денежный эффект изменения оборотного капитала / EBITDA	-22%	-34%	н/д	-4%	н/д
Капиталовложения (с учетом приобретений) / EBITDA	139%	145%	н/д	238%	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Дикси

Относительно крупная мультиформатная розничная сеть Дикси при размещении облигаций в марте заявляла о том, что не планирует IPO в ближайшее время. Мы не знаем, что именно заставило компанию изменить свои планы, однако согласно последним сообщениям, размещение ее акций может произойти в ближайшее время. Мы надеемся, что в процессе размещения будет опубликована аудированная отчетность за 2005 г. Поскольку облигации Дикси были размещены достаточно агрессивно, даже благоприятная для кредиторов структура IPO (т. е. большая доля акций новой эмиссии), скорее всего, не приведет к значительному сужению спредов. Мы оцениваем справедливый спред Дикси на уровне 300 б. п. к бескупонной кривой доходности Москвы.

Другие розничные сети

Седьмой Континент и Столичные гастрономы

Седьмой Континент по-прежнему остается одной из самых рентабельных сетей с низкой долговой нагрузкой. Несмотря на развитие нового формата (гипермаркетов) и экспансии за пределы Москвы и Московской области, эффективность операционной деятельности Седьмого Континента остается на высоком уровне. Мы позитивно оцениваем консервативный подход ключевых акционеров и менеджмента к финансированию бизнеса: если многие компании только планируют первичное размещение акций, то Седьмой Континент в апреле 2006 г. уже провел вторичное размещение нового выпуска акций, по результатам которого компания получила более USD220 млн. Выпуск долговых обязательств компании Столичные гастрономы, которая по отношению к Седьмому Континенту является связанным лицом, пока отложен. Мы полагаем, что после размещения облигаций Столичных гастрономов или рублевых долговых инструментов Седьмого Континента их спрэды будут уже спрэдов Пятерочки.

Таблица 9. Основные финансовые показатели Седьмого Континента (аудированная отчетность по МСФО)

USD млн, если не указано иное	2003	2004	Рост к 2003	2005	Рост к 2004
Выручка	346.1	509.8	47.3%	712.3	39.7%
Валовая прибыль	90.1	158.5	75.9%	229.0	44.5%
EBITDA	15.9	42.5	167.9%	74.7	75.8%
Чистая прибыль	8.8	27.3	212.4%	47.1	72.3%
Валовая рентабельность	26.0%	31.1%	н/д	32.2%	н/д
Рентабельность EBITDA	4.6%	8.3%	н/д	10.5%	н/д
Чистая рентабельность	2.5%	5.4%	н/д	6.6%	н/д
Совокупный долг	4.4	-	-100.0%	91.9	н/д
Чистый долг	(1.7)	(78.3)	н/д	26.2	н/д
Совокупный долг / EBITDA	0.3x	-	н/д	1.2	н/д
Финансовые расходы	2.5	0.3	-89.7%	1.7	554.1%
EBITDA / финансовые расходы	6.4x	166.7	н/д	44.8	н/д
Денежный эффект изменения оборотного капитала / EBITDA	158%	110%	н/д	214%	н/д
Капиталовложения (с учетом приобретений) / EBITDA	92%	6%	н/д	-4%	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Виктория

С момента размещения облигаций Виктории новой информации о финансовом положении компании не публиковалось. Мы надеемся, что окончательные результаты за 2005 г. будут представлены в ближайшее время. На наш взгляд, основными для Виктории остаются риски, связанные с особенностями юридической структуры компании. Наша оценка справедливого спрэда Виктории остается на уровне 325 б. п. к ключевой кривой.

Монетка

Монетка – новый эмитент, вышедший на рынок совсем недавно. Это региональная сеть, состоящая из 46 магазинов (дискаунтеров и супермаркетов). Деятельность компании сосредоточена в Уральском федеральном округе, в основном в Свердловской области. Монетка аффилирована с компанией R-Modul (одним из крупнейших оптовых операторов региона), что дает дополнительные преимущества розничному бизнесу компании. До размещения облигаций Монетка имела незначительный долг, в результате чего выпуск был размещен со спрэдом, который оказался намного уже спрэда облигаций Матрицы (хотя примерно треть выпуска была куплена самим эмитентом). Компанию также отличает довольно высокая рентабельность (почти 8% по показателю EBITDA), однако нам бы хотелось подчеркнуть наличие рисков, связанных с качеством ее финансовой отчетности.

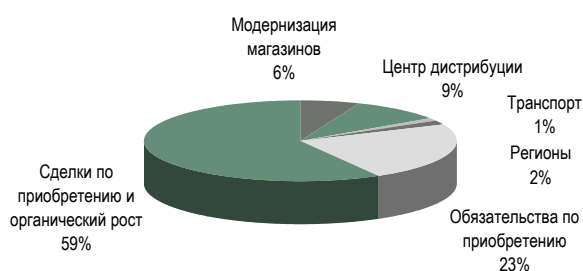
Ввиду сравнительно низкой долговой нагрузки и хорошей операционной эффективности Монетка может торговаться с более узким спрэдом по сравнению с уровнями, на которых прошло размещение. Мы предварительно оцениваем справедливый спред облигаций компании к ключевой кривой доходности в 450 б. п. против фактических 515 б. п.

Финансирование быстрого роста: основной риск для отрасли

На фоне высоких темпов роста сектора акционеры и владельцы компаний для финансирования дальнейшей экспансии часто предпочитают размещению акций привлечение заемных средств. Повышение долговой нагрузки способствует росту рисков рефинансирования. Дополнительные риски возникают в связи с потенциально крупными сделками по приобретению, финансируемыми за счет долговых обязательств. В настоящее время данные риски характерны для всех представителей отрасли, но особенно актуальны для Пятерочки.

Российский сектор продуктовой розницы очень молод, и в настоящий момент розничные сети направляют большую часть своих капитальных затрат на расширение бизнеса, а не на поддержку текущей деятельности. Например, программа капитальных затрат Пятерочки, по нашим оценкам, почти на 60% состоит из расходов, которые не являются обязательными. 23% капиталовложений компании связаны с принятыми ранее решениями о поглощениях и поэтому должны быть обязательно профинансированы. Только оставшиеся 18% представляют собой капиталовложения, необходимые для поддержания текущей деятельности компании. Сокращение программы капитальных затрат, безусловно, приведет к ограничению перспектив роста и конкурентных преимуществ розничных сетей, что вряд ли устроит их руководство. Тем не менее, мы допускаем, что любая из рассматриваемых нами компаний может использовать эту меру для высвобождения денежных средств в случае необходимости.

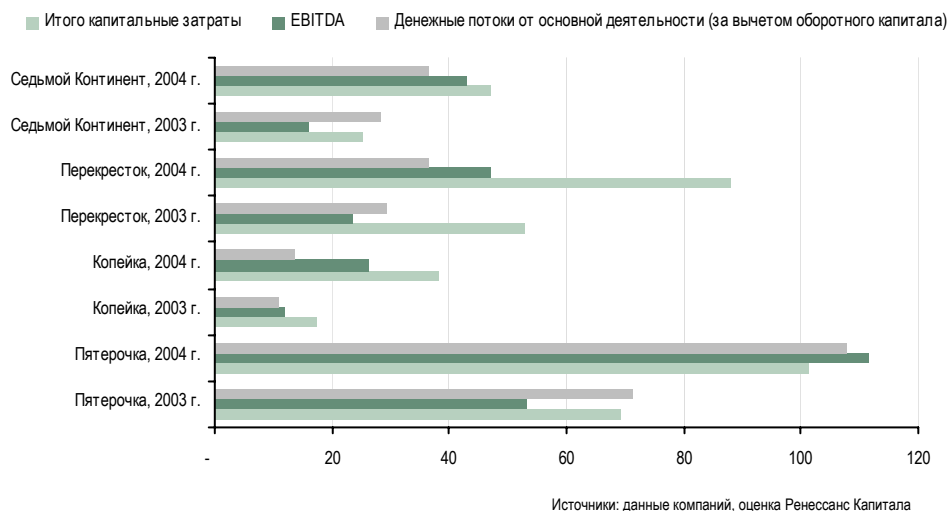
Рисунок 2. Программа капитальных затрат Пятерочки на 2006 г.
(до слияния с Перекрестком)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В настоящее время на финансирование капитальных затрат направляется большая доля генерируемых российскими розничными сетями денежных потоков (рис. 3). Однако в большинстве случаев внутренние денежные потоки компаний недостаточны для финансирования капитальных затрат в полном объеме, что создает необходимость привлечения заемного капитала. В 2003-2004 гг. исключением из общей картины была Пятерочка (долговая нагрузка которой находилась на довольно низком уровне до тех пор, пока она не начала активно привлекать заемное финансирование в 2005 г.), а в 2003 г. – Седьмой Континент (к началу 2004 г. компания фактически не имела задолженности). На текущем этапе развития продуктовые ритейлеры могут самостоятельно финансировать собственный рост в случае его замедления.

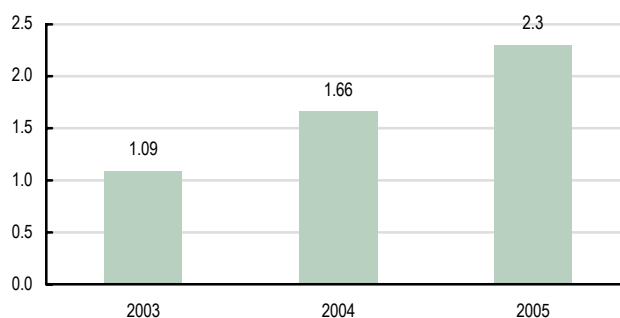
Рисунок 3. Капитальные затраты, EBITDA и денежные потоки от основной деятельности, USD млн



Долговая нагрузка

На протяжении 2005 г. в сегменте продуктовой розницы наблюдались высокие темпы роста долговой нагрузки, поскольку в поисках средств для экспансии компании привлекали заимствования на рынке внутренних долговых обязательств. По нашим оценкам, среднее по отрасли соотношение Общий долг/EBITDA, взвешенное с учетом выручки, увеличилось с 1.1 в 2003 г. до 2.3х в 2005 г. Несмотря на рост показателя, розничные сети по-прежнему имеют возможности наращивания долговой нагрузки. Однако слишком быстрое увеличение заемного капитала свидетельствует об агрессивном характере финансовой политики компаний. В России большинство продуктовых розничных сетей не имеют четкой долговой политики. Время от времени торговые компании озвучивают свои планы по привлечению заемных средств, но менеджмент далеко не всегда придерживается намеченных целей.

Рисунок 4. Средневзвешенная долговая нагрузка (Общий долг/EBITDA)*



*Показатель взвешен с учетом выручки.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Внебалансовые обязательства – еще один аспект, который необходимо учитывать при анализе задолженности розничных сетей. В соответствии с общепринятой в отрасли практикой, определенные виды оборудования (в частности, холодильные установки и грузовые автомобили) могут быть приобретены или взяты в аренду. Торговые площади чаще арендуются, нежели приобретаются в собственность. Различное соотношение собственных торговых площадей к арендуемым лишает сравнительный анализ EBITDA целесообразности. В частности, в собственности Магнита находится лишь 15% его магазинов, а у Пятерочки – 50%. Таким образом, операционные показатели Магнита оказываются ниже аналогичных результатов Пятерочки, так как в его

показателе EBITDA учитываются арендные платежи. В связи с этим вместо традиционного коэффициента Долг/EBITDA (который учитывает лишь балансовую задолженность) необходимо использовать соотношение Скорректированный долг/EBITDA¹.

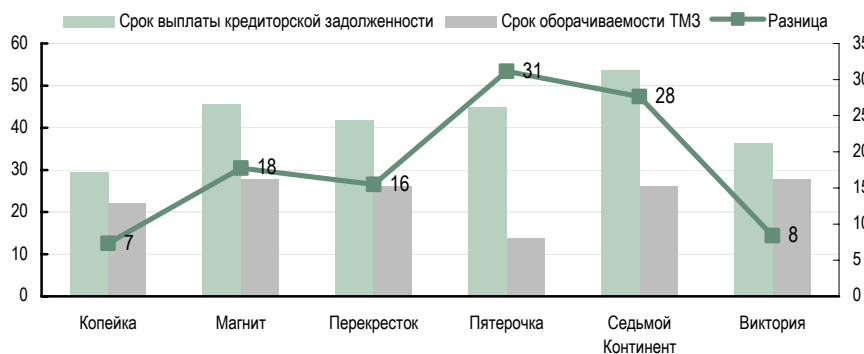
Относительно интерпретации скорректированного долга существуют различные мнения. Во-первых, возникает вопрос о том, стоит ли капитализировать арендные расходы. Во-вторых, существует несколько различных методов капитализации внебалансовой задолженности, каждый из которых дает различные результаты. При этом отчетность, составленная по российским стандартам, не предусматривает подробного анализа арендных платежей будущих периодов в отличие от отчетности по МСФО. Принимая во внимание вышеприведенные доводы, мы опираемся на традиционные коэффициенты и не учитываем внебалансовые обязательства при анализе розничных сетей.

Управление оборотным капиталом

Крупные российские розничные компании имеют возможность получения коммерческих кредитов у поставщиков (производителей товаров широкого потребления) на весьма выгодных условиях сроком до 40 дней, что соответствует среднему европейскому показателю. В то же время, если компании не занимаются оптовой торговлей или активным строительством, они, как правило, имеют весьма низкую или нулевую дебиторскую задолженность, поскольку все реализуемые ими товары оплачиваются денежными средствами. Соответственно, оборотный капитал розничных сетей может оказаться отрицательным.

Существенная разница между сроками погашения кредиторской задолженности и оборачиваемости запасов (рис. 5) свидетельствует о том, что развитие сегмента продуктовой розницы финансируется главным образом поставщиками. В частности, в первом полугодии 2005 г. разница между сроком погашения кредиторской задолженности и оборачиваемости ТМЗ Пятерочки составляла приблизительно один месяц (т. е. в этот период поставщики фактически бесплатно кредитовали компанию). Мы полагаем, что по мере консолидации сектора условия коммерческого кредитования продуктовой розницы будут ухудшаться. На развитых рынках жесткие условия поставщиков часто ставят более слабых ритейлеров в затруднительное положение. На наш взгляд, подобные перспективы ожидают и российских участников рынка продуктовой розницы.

Рисунок 5. Разница в сроках погашения кредиторской задолженности и оборачиваемости запасов



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

¹ EBITDAR – прибыль до процентных выплат, налогов, износа, амортизации и арендных платежей.

Розничный бизнес: кредитная точка зрения

В настоящем разделе мы вкратце характеризуем те факторы, которые, на наш взгляд, позволяют точнее определить перспективы кредитоспособности тех или иных игроков внутри сектора розничной торговли.

Форматы

- Нашими фаворитами являются дискаунтеры и гипермаркеты, которые наиболее удачно позиционированы для захвата крупных рыночных долей и быстрого роста на отечественном рынке в предстоящие годы. В условиях низкого уровня доходов в расчете на душу населения в абсолютном выражении и неравномерного распределения доходов на территории России данные форматы розничной торговли удовлетворяют требованиям основной массы населения страны (115 млн человек). Российские граждане предпочитают супермаркетам дискаунтеры и гипермаркеты, преимущественно обусловлено экономией на масштабах и более выгодными закупочными ценами.
- Мы полагаем, что к 2010 г. ни один из существующих в настоящее время форматов не будет занимать доминирующее положение на рынке. Кроме того, возможно появление нового формата – компактный гипермаркет, который должен получить широкое распространение с учетом особенностей географического положения и высокой плотности населения российских городов.
- Многоформатная стратегия розничной торговли получит более широкое распространение. На отечественном рынке пока отсутствуют примеры подобных компаний, созданных путем неорганического роста. Некоторые из российских ритейлеров постепенно осознали, что по ряду причин (от проблем с недвижимостью до неэффективной системы логистики и управления развитием) используемые ими форматы торговли не достаточны для реализации намеченных целей. В частности, потенциал роста рыночной доли Седьмого Континента в Москве был ограничен отсутствием торговых площадей для развития супермаркетов. В итоге компания решила использовать меньшие торговые площади для организации магазинов шаговой доступности, что благоприятно отразилось на объемах закупок Седьмого Континента на внутреннем рынке. Необходимость поиска источников роста за пределами Москвы и повышения рентабельности заставила Седьмой Континент обратить внимание на формат гипермаркетов. Вместо открытия 15-20 розничных торговых точек в каком-то конкретном регионе компания решила увеличить товарооборот до сопоставимого уровня путем открытия гипермаркета, тем самым снизив риски, связанные с недвижимостью и логистикой. Подобное решение представляется нам вполне обоснованным и объясняет стремление Дикси, Перекрестка и Виктории управлять магазинами разных форматов.

Управление рентабельностью

Продуктовая розница относится к сфере услуг, и основные факторы ее успешного развития вполне очевидны, хотя с трудом поддаются количественному измерению. Операционная рентабельность продовольственных розничных сетей определяется следующими факторами:

- **Местонахождение.** Удачное расположение – необходимое условие для успеха магазина, от которого зависит уровень посещаемости и, соответственно, конкурентоспособности. За наиболее качественные объекты розничные сети ведут ожесточенную борьбу. Особое внимание уделяется также таким аспектам операционной деятельности как организация парковочных мест и предоставление дополнительных услуг, способствующих росту посещаемости магазинов (в частности, в крупных торговых центрах, где супермаркеты или гипермаркеты часто являются якорными арендаторами).

Таблица 10. Форматы розничной торговли

	Супермаркет	Гипермаркет	«Мягкий» дискаунтер	«Жесткий» дискаунтер	Магазин шаговой доступности
Операторы	Седьмой Континент, Перекресток, Рамстор, Патэрсон, Виктория, Марта	Auchan, Mosmart, Седьмой Континент, Перекресток, Рамстор, Лента, О'Кей, Карусель, Дикси, Марта	Пятерочка, Копейка, Тандер, Дикси	-	Седьмой Континент, Перекресток, Виктория
Рыночные позиции	Высококачественные товары, широкий ассортимент для покупателей со средним и высоким уровнем доходов, удобное местонахождение, дополнительные услуги.	Низкие цены, магазин семейных покупок, качественные продукты, парковка, широкий ассортимент, товары private labels.	Низкие цены, удобное местонахождение, качественные продукты питания, сбалансированный ассортимент, товары private labels.	Наиболее низкие цены, базовые условия для совершения покупок, ограниченный ассортимент основных потребительских товаров.	Удобное местонахождение, основные наименования потребительских товаров, доступные цены, ассортимент ориентирован на средний ценовой сегмент рынка.
Средняя чистая торговая площадь магазина, кв. м	500-2 000	>5 000 (обычно 10 000-15 000)	150-1 200 (обычно 500-650)	100-1 000	150-650
Число товарных наименований	10 000-30 000	30 000-50 000	1 500-4 000	<1 500	5 000-7 500
Ассортимент продукции	Широкий	Самый широкий из всех представленных на российском рынке.	Ограниченный	Базовый	Основные наименования товаров, основные брэнды продукции массового потребления.
Местонахождение	Центр города, жилые районы.	Торговые центры за городом или на оживленных автотрассах.	Густонаселенные жилые районы.	Переулки, жилые районы.	Центр города, густонаселенные жилые районы.
Доля товаров private labels в выручке (фактическая относительно целевой)	0%	5-10% против 30-40%	5-15% против 50%	н/д против 50%	0% против 5-10%
Доля непродовольственных товаров в ассортименте (фактическая относительно целевой)	14-16% против 20-25%	15-30% против 35%	10-20% против 25-30%	н/д против 35-40%	10-15%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

- **Аренда или покупка?** Аренда дает возможность более гибкого и быстрого роста, а также позволяет относить капитальные затраты к операционным расходам и денежным потокам. Приобретение недвижимости предполагает единовременный отток денежных средств и рост EBITDA. В случае покупки недвижимости операционные расходы становятся менее волатильными (ввиду отсутствия периодически пересматриваемых арендных выплат), но при этом возникает риск переоценки активов. С точки зрения кредитного качества мы отдаем предпочтение собственным торговым площадям, которые как активы могут быть выставлены на продажу или использованы в качестве залога для привлечения банковского финансирования. Следует также подчеркнуть, что основные активы розничных сетей (т. е. магазины), как правило, стандартны и, следовательно, легко реализуемы. Кроме того, с учетом нехватки качественных торговых площадей и роста цен на недвижимость данные активы имеют большой потенциал роста.
- **Ассортимент, соотношение продовольственных и непродовольственных товаров.** Розничные сети периодически пересматривают ассортимент продукции, отслеживая изменения спроса своих покупателей. Ритейлерам важно правильно определить количество товарных позиций и соотношение продовольственной и непродовольственной продукции. Расширение ассортимента предоставляет потребителю новые возможности выбора, однако усложняет систему логистики и хранения товаров. Повышение доли непродовольственных товаров способствует росту средних отпускных цен и, следовательно, выручки и рентабельности ритейлера. Некоторые розничные сети ориентируются на свежую продукцию и товары, требующие хранения в условиях низкой температуры. Например, в ассортименте Виктории доля подобной продукции превышает 40%, и система логистики компании построена соответствующим образом.

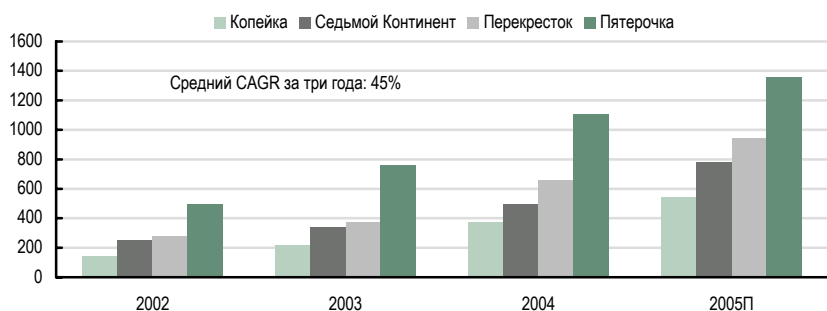
- **Ценовые стратегии и маркетинг.** Розничные сети используют разные ценовые стратегии. Кроме того, ритейлеры активно используют впечатление, которое их магазины производят на покупателя. Ряд стандартных маркетинговых приемов позволяет создать у покупателя необходимое впечатление о ценах. Маркетинговые акции являются важным источником дополнительной выручки розничных сетей (это особенно характерно для Седьмого Континента).
- **Чем больше, тем лучше.** Увеличение объемов закупок у производителей – важный фактор роста рентабельности розничных сетей, поскольку позволяет им получать ощутимые скидки и добиваться выгодных условий коммерческого кредитования. Более крупные компании также имеют большие возможности по распределению фиксированных издержек среди более существенной базы затрат (в том числе административных и рекламных расходов). В результате у них больше шансов на победу в ценовых войнах.
- **Логистика.** Собственные центры дистрибуции позволяют уменьшать складские и транспортные расходы, общие, коммерческие и административные затраты, а также повышать эффективность системы логистики.

Перспективы отрасли

В последние несколько лет розничные сети, работающие в современных торговых форматах, демонстрируют высокие темпы роста: в среднем 45%-ный CAGR для ряда лидеров сектора за 2002-2004 гг. (рис. 6). Столь впечатляющая динамика в России наблюдалась только в телекоммуникационном секторе и в металлургии, в которой четко выражена цикличность. Рост ритейлеров определяется двумя ключевыми факторами:

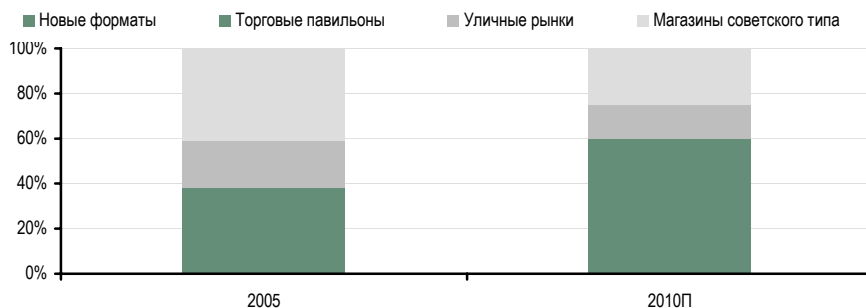
- **Доминирующее положение в российском секторе продуктовой розницы по-прежнему занимают «советские» форматы** (уличные рынки, торговые павильоны и палатки), тогда как доля современных торговых площадей оценивается в 18-20% от совокупной емкости рынка. Отчасти благодаря государственной политике на смену торговым павильонам и киоскам постепенно приходят магазины современных форматов, так как даже самый восприимчивый к ценам покупатель предпочитает современный дискаунтер уличному рынку. По нашим оценкам, к 2010 г. примерно 50% емкости российского продуктового розничного рынка будет приходиться на долю современных торговых форматов (рис. 7).
- **Высокая степень фрагментации отрасли.** Даже в советские времена на российском рынке не существовало национального оператора розничной сети. В настоящее время пятерка лидеров сектора продуктовой розницы контролирует около 5-7% рынка (в развитых странах – 70%, рис. 8). Более крупные сети, как правило, могут позволить себе более эффективную систему поставок, логистики и маркетинга. Эти преимущества крупного масштаба способствуют росту ритейлеров. Однако, принимая во внимание территорию России, фрагментация отечественного сектора продуктовой розницы, скорее всего, будет намного выше, чем в странах Западной и Центральной Европы.

Рисунок 6. Выручка лидеров сектора продуктовой розницы, USD млн



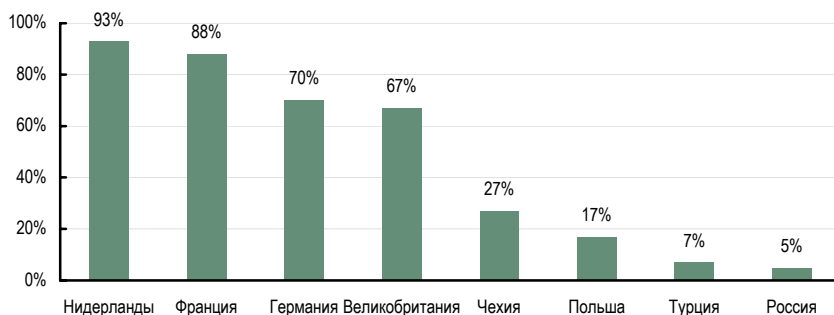
Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 7. Структура российского розничного рынка продуктов питания



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 8. Консолидация отрасли: рыночные доли лидеров (2004 г.)

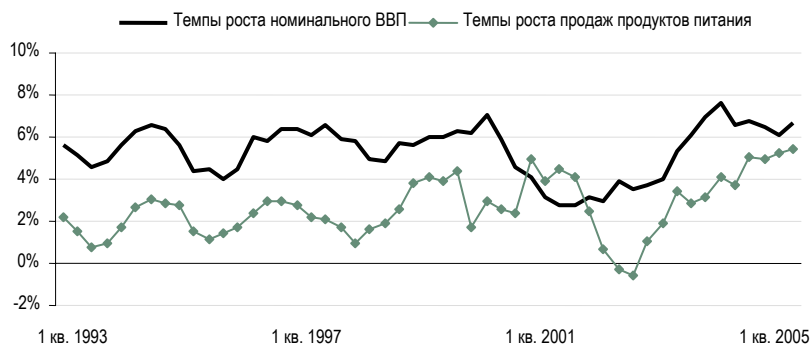


Источники: AC Nielsen, Euromonitor, оценка Ренессанс Капитала

Что дальше?

Текущие темпы роста продуктовой розницы объясняются главным образом влиянием вышеперечисленных факторов, которые в долгосрочной перспективе вряд ли окажутся устойчивыми. После консолидации средние темпы роста сектора продуктовой розницы, на наш взгляд, должны прийти в соответствие или даже несколько отстать от динамики ВВП. Данная тенденция характерна для развитых рынков (рис. 9). Мы полагаем, что российские ритейлеры смогут и после структурных изменений опередить темп роста ВВП, варьируя соотношение продовольственных и непродовольственных товаров (последние предполагают более высокие цены и рентабельность). Поскольку большинство рассматриваемых в данном отчете компаний в настоящее время ориентированы на продажу продуктов питания, замедление роста сектора окажет на них непосредственное влияние, если только они не изменят свой ассортимент.

Рисунок 9. Сравнительная динамика ВВП США и показателей продаж ритейлеров*



*Статистика розничных продаж в США, продуктовые магазины (NAICS 445).

Источники: данные компаний, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

В настоящее время все продуктовые розничные сети ведут целенаправленную борьбу за рост, о чем свидетельствуют темпы открытия новых магазинов и экспансии в регионы. Расширяющие свои сети ритейлеры могут себе позволить не обращать особого внимания на повышение эффективности, так как рост выручки за счет приобретенных магазинов настолько велик, что снижение рентабельности компенсируется дополнительными денежными потоками. Растущие масштабы бизнеса повышают кредитное качество и, соответственно, привлекательность этих компаний.

На развитых рынках сектор розничной торговли характеризуется одним из наиболее высоких уровней конкуренции и относительно низкой рентабельностью. В таких условиях сложное финансовое положение не является редкостью. Вторая крупнейшая американская сеть дискаунтеров Kmart в 2002 г. заявила о банкротстве. Ames, некогда занимавший четвертое место среди американских сетей дискаунтеров, дважды за десять лет объявлял о своем банкротстве. В 2003 г. третий ведущий мировой ритейлер Ahold, широко представленный на рынках Европы, находился на грани финансового краха после скандала вокруг показателей отчетности и выжил лишь в результате массовой продажи активов и поддержки со стороны банков.

Для российского сектора розничной торговли особенно актуальны, на наш взгляд, следующие вопросы: каким образом замедление темпов роста сектора продуктовой розницы отразится на кредитном качестве его участников и будет ли оно неожиданным?

Последствия замедления: рентабельность под угрозой

Консолидация рынка, по всей вероятности, будет сопровождаться следующими тенденциями:

- В регионах, где современные форматы магазинов получили наиболее широкое распространение (Санкт-Петербург и Москва), количество клиентов, делающих покупки в каждом магазине, будет сокращаться по мере роста общего числа магазинов. Данная тенденция затронет весь сектор. По заявлению руководства Копейки, в результате открытия гипермаркета в непосредственной близости от дискаунтера (даже за пределами шаговой доступности) последний теряет 25% покупательской аудитории. Часто эта тенденция становится очевидной не сразу из-за поверхностного характера отчетности ритейлеров.
- Сокращение числа покупателей будет частично компенсировано повышением средней суммы чека на фоне роста доходов населения. Кроме того, торговые сети переключатся на более дорогостоящие товары и увеличат долю непродовольственных товаров. Средняя сумма чека (данный показатель, как правило, деноминирован в долларах США) будет расти по мере укрепления рубля. Рост потребительских расходов в свою очередь приведет к выравниванию цен в супермаркетах, магазинах шаговой доступности и даже дискаунтеров, как в случае с Перекрестком.
- Средняя сумма чека и посещаемость – основные факторы, определяющие выручку магазинов, открытых более года назад (like-for-like). До настоящего момента большинство ритейлеров фиксировали рост данного показателя, хотя со временем мы ожидаем изменения повышательного тренда. Мы скептически оцениваем потенциальную эффективность стратегии открытия новых магазинов в Москве и Санкт-Петербурге ввиду насыщения этих рынков и большого количества ритейлеров, планирующих наращивать свои сети именно в этих городах в 2006 г. «Канибализация» продаж в двух российских мегаполисах станет еще более заметной.
- В целях реализации стратегий роста крупные ритейлеры будут вынуждены выходить за пределы традиционных регионов деятельности на менее консолидированные рынки. Это приведет к снижению их валовой рентабельности с учетом более низкого уровня доходов жителей регионов по сравнению с населением Москвы и Санкт-Петербурга. Тем не менее, низкие операционные затраты в регионах должны оказать определенную поддержку операционной и чистой рентабельности, а также рентабельности EBITDA.

- Менее консолидированные региональные рынки будут оставаться своего рода «тихой гаванью» в течение еще достаточно долгого времени. Соответственно, такие компании как Магнит, рентабельность которого несколько ниже, чем других крупных дискаунтеров, могут оказаться более защищенными перед дальнейшими тенденциями развития сектора.
- Ускорение региональной экспансии той или иной сети возможно в случае выкупа предприятий, работающих по договору франчайзинга с ней. Благодаря данной схеме ритейлеры могут избежать ребрендинга и смены стандартов операционной деятельности. Ритейлеры с ограниченным присутствием в регионах будут вынуждены либо открывать новые торговые точки либо приобретать уже работающие местные сети. С точки зрения расходов на открытие магазинов любая из вышеуказанных альтернатив может оказаться довольно затратной. Тем не менее, в краткосрочной перспективе вероятно активизация сделок по слиянию и поглощению в секторе продуктовой розницы.
- По мере экспансии в регионы на первый план выйдет система логистики. Компании розничной торговли будут открывать в основном магазины крупных форматов (таких как гипермаркеты), поскольку в этом случае можно будет сократить расходы на дистрибуцию благодаря экономии на масштабах. Стратегии Седьмого Континента и Карусели (проект основных акционеров Пятерочки) наилучшим образом отвечают данной тенденции.
- Сокращение рентабельности компаний розничной торговли будет обусловлено различными факторами: в наиболее развитых регионах – усилением конкуренции, в менее развитых – низким уровнем доходов населения и менее эффективной системой логистики. По мере замедления роста рынка поставщики будут ужесточать свою торговую политику, и ритейлерам будет сложнее финансировать экспансию за их счет.

Когда замедлится рост сектора?

Изменения, затрагивающие российский рынок розничной торговли, происходят очень быстро. В рейтинге компании A. T. Kearney Global Retail Development Index (GRDI), показывающем привлекательность развивающихся рынков для торговых инвестиций, уже второй год Россия лидирует в категории «фактор давления времени». Это оценка темпов насыщения розничного рынка современными торговыми форматами.

Таблица 11. GRDI за 2005 г. (пятерка лидеров)

Страна	Страновой риск ¹	Привлекательность рынка ²	Степень насыщенности рынка ³	Фактор давления времени ⁴
Индия	62	34	91	80
Россия	52	58	71	92
Украина	46	34	82	90
Китай	68	40	53	90
Словения	83	52	43	68

¹ Диапазон: 0 – наивысший риск, 100 – наименьший риск.

² Диапазон: 0 – наименее привлекателен, 100 – наиболее привлекателен.

³ Диапазон: 0 – насыщен, 100 – не насыщен.

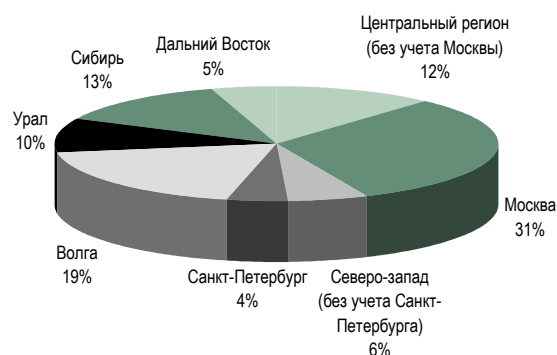
⁴ Диапазон: 0 – фактор давления отсутствует, 100 – пора выходить с рынка.

Источник: A. T. Kearney

Отечественный рынок продовольственной розницы уже демонстрирует явные признаки усиления конкуренции. Более развитые рынки (такие как Санкт-Петербург) быстро приближаются к точке насыщения. По оценкам, доля современных форматов розничной торговли в Санкт-Петербурге уже достигла 60%. Копейка и Пятерочка в настоящее время начали размещать рекламу на общенациональных телевизионных каналах. Гипермаркеты Ашана завоевывают все большую популярность среди московских покупателей, изначально отдававших предпочтение дискаунтерам и магазинам шаговой доступности (несмотря на то, что шесть магазинов сети расположены достаточно далеко от жилых районов).

Однако на региональных рынках уровень конкуренции значительно ниже, чем в Москве и Санкт-Петербурге. Магазины современных форматов распространены главным образом в центральном и северо-западном регионах России. Если половину рассчитанного Росстатом показателя розничных продаж по Московской области отнести на долю Москвы, а 50% продаж по Ленинградской области – на долю Санкт-Петербурга, объем розничных продаж на региональных рынках, по нашим оценкам, составит 65% совокупного показателя (рис. 10). Учитывая, сколько времени продолжались структурные изменения розничной торговли в Москве и Петербурге, мы считаем, что освоение регионов станет достаточно длительным и сложным процессом.

Рисунок 10. Структура розничных продаж по регионам (2004 г.)



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

В России процесс перехода от советских к современным форматам розничной торговли идет довольно медленно, судя по темпам сокращения доли уличных рынков в совокупном товарообороте сектора продуктовой розницы. По последним оценкам Федеральной службы государственной статистики, этот показатель снизился с 22.1% в 2004 г. до 21.0% в 2005 г. (данные цифры учитывают лишь зарегистрированных продавцов уличных рынков, следовательно, фактический результат должен быть выше). В то же время отсутствуют статистические данные по магазинам советского типа, которые постепенно уступают свои позиции торговым точкам современных форматов. По нашему мнению, в предстоящие три-пять лет сектор будет продолжать активно развиваться. Существенное замедление роста розничного рынка возможно лишь в долгосрочной перспективе.

Другие кредитные риски

- **Ужесточение конкуренции.** В условиях ужесточения конкуренции часть клиентов действующих магазинов (и, соответственно, определенная доля выручки) переключается на другие сети, а соседство с действующими торговыми площадями ставит под угрозу эффективность инвестиций в новые торговые точки.
- **Налоговые риски.** Некоторые частные розничные сети по-прежнему используют схемы минимизации налогов. Наиболее распространенная из них предусматривает разделение операционной деятельности и прав собственности на недвижимость. По ее условиям осуществляющие операционную деятельность компании арендуют объекты недвижимости у своих владельцев (или заключают с ними договор субаренды). Данная схема является очень простым способом управления рентабельностью. Многие публичные розничные сети использовали аналогичные схемы на этапе своего становления. Однако подобная практика ухода от налогов может привести к возникновению налоговых претензий.
- **Макроэкономические и валютные риски.** Рост сектора розничной торговли напрямую зависит от потребительского спроса и, следовательно, от динамики ВВП и располагаемых доходов населения. Валютные риски представляют серьезную угрозу для компаний, денежные потоки и обязательства которых деноминированы в иностранной валюте.
- **Операционные риски.** Определенные характеристики сектора продуктовой розницы обуславливают специфические риски, которые приводят к существенным непредвиденным затратам. В частности, ориентированные на продажу продуктов питания розничные сети должны соблюдать определенные санитарно-гигиенические нормы. Вспышки заболеваний (например, гепатита среди персонала Пятерочки в апреле 2005 г.) могут обернуться печальными последствиями в случае неудачных попыток локализации и ликвидации инфекции. Еще один пример: во время перебоев в энергоснабжении в Москве и области летом 2005 г. торговые сети понесли большие убытки из-за ликвидации испорченного в результате отключения холодильных установок товара.
- **Прочие правовые риски.** Помимо угрозы налоговых претензий розничные сети сталкиваются с рисками по использованию торговой марки. Существует ряд примеров того, когда крупные ритейлеры были вынуждены улаживать соответствующие споры с небольшими фирмами, получившими права пользования торговыми марками, сходными с их наименованиями.
- **Риски отчетности.** Многие компании (в частности, Виктория, Магнит, Марта, Монетка и Матрица) публикуют лишь неаудированные данные управленческого учета. Как правило, это весьма ограниченный набор показателей, не содержащий дополнительных комментариев. Во время проверки многие показатели из такой отчетности могут быть существенно пересмотрены.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
MAlexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Количественный анализ

+ 7 (495) 258 7735
Сергей Кудрявцев
Skudryavtsev@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Наргиз Садыкова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantyushin@rencap.com

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Ольга Чулкова

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеевская

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Патриция Сомервилль
Psomerville@rencap.com
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100