**Владимир КОЛЫЧЕВ,**
аналитик, РОСБАНК

**ДАЛЕКО НЕ ВСЕМ ПРЕДСТАВИТЕЛЯМ СЕКТОРА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ УДАЛОСЬ ПЕРЕЖИТЬ ЯДЕРНУЮ ЗИМУ, БУШЕВАВШУЮ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ В КОНЦЕ 2008 И НАЧАЛЕ 2009 ГОДА. РИТЕЙЛ, НАХОДИВШИЙСЯ НА ИНВЕСТИЦИОННОМ ПИКЕ И ПОЛНОСТЬЮ ПОЛАГАВШИЙСЯ НА КРАТКОСРОЧНОЕ ФОНДИРОВАНИЕ В БАНКАХ И НА ЛОКАЛЬНОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ, ПОНЕС ОДНИ ИЗ САМЫХ СУЩЕСТВЕННЫХ ПОТЕРЬ.**

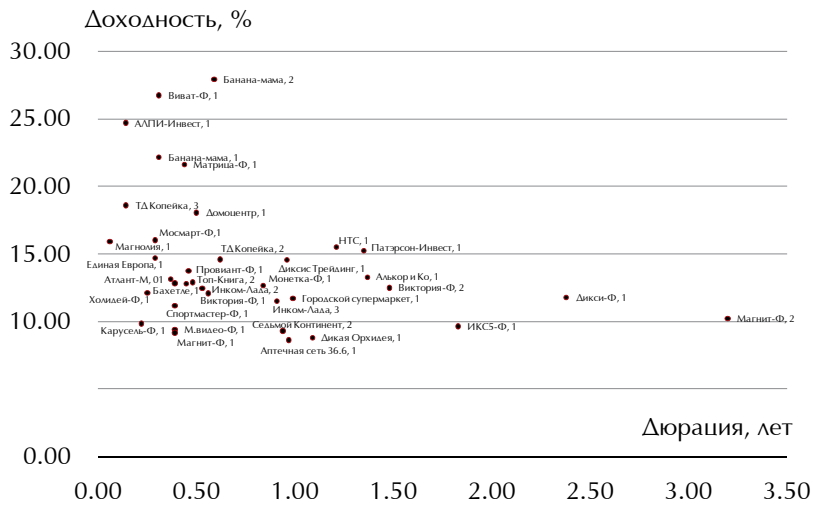
# Закрыто НА УЧЕТ

Докризисные 2007–2008 годы можно заслуженно считать пиком инвестиционного бума в секторе ритейла: стремясь захватить как можно большую долю в период экстенсивного роста рынка, компании конкурировали между собой по масштабности инвестиционных программ, увеличивая торговые площади в разы, в то время как эффективность открытых торговых точек отходила на второй план. При этом если крупные ритейлеры вели более осмотрительную финансовую политику и, кроме того, имели возможность поддерживать устойчивую структуру капитала за счет привлечения ресурсов на публичных рынках акционерного капитала, то непубличным компаниям в погоне за ростом ничего не оставалось, кроме как наращивать леверидж, благо растущая ликвидность банковского сектора, подпитываемая валютными интервенциями и притоком капитала, потворствовала росту кредитных портфелей банков, а непрерывный тренд снижения процентных ставок по кредитам делал краткосрочные займы предпочтительными в глазах неосторожных заемщиков.

В середине 2008 года на рынке рублевых облигаций, по нашим подсчетам, находилось в обращении 49 выпусков от 40 компаний сектора. Чуть больше половины в натуральном выражении и чуть менее двух третей в денежном приходилось на сегмент продуктового ритейла, оставшаяся часть — довольно разношерстная публика из числа представителей непродуктового ритейла: от автодилеров и сетей бытовой техники до торговцев парфюмерией и книгами. Львиную долю обязательств сегмента — 39 выпусков, или около двух третей в совокупном номинале — можно было отнести к третьему и более дальним эшелонам.

Сейчас даже с учетом новых эмиссий вряд ли удастся насчитать хотя бы десять выпусков, которые бы характеризовались скромной ликвидностью. Сегмент продуктового ритейла как наименее цикличный оказался более устойчив: из 29 насчитанных нами выпусков случаи дефолта или реструктуризации произошли в шести («Марта», «Матрица», «АЛПИ», «Провиант», «Седьмой Континент») по сравнению с 8 из 20 в сегменте непродуктовой розницы («Аптечная сеть 36.6», «Банана-

**Рисунок 1**
**Карта рынка рублевых облигаций розничных компаний до кризиса (1 июля 2008 г.)**



мама», «Дикая Орхидея», «Диксис», «Инком-Авто», «Топ-книга»). Из упомянутых выше 11 компаний лишь пять («Седьмой Континент», «Аптечная сеть 36.6», «Топ-книга», «Матрица», «Дикая Орхидея») договорились или договариваются о реструктуризации и продолжают операционную деятельность, а остальные свернули операции либо были распроданы.

Далеко не все из тех, кто ушел с рынка облигаций, допустили дефолт или обанкротились. Многие добросовестно (но не всегда в отведенные сроки) исполнили свои обязательства перед облигационерами и в силу либо невозможности, либо небольшого желания привлечения финансирования на публичных рынках переключились на внутренние ресурсы или банковское фондирование. Иные были поглощены более крупными сетями, как, например, торговая сеть «Кора», объединившаяся еще до кризиса с новосибирским «Холидеем», или «Патэрсон», приобретенный в конце 2009 года группой X5.

Ряд компаний по причине все той же неустойчивости структуры капитала, зачастую усугубленной проблемами ликвидности и высокой концентрации кредиторов, а также циклического спада в отрасли не смогли сохранить самостоятельность. Например, циклическое падение спроса на бытовую технику и последовавшее существенное сокращение денежных потоков ритейлеров в совокупности с уже высокой долговой нагрузкой, а также обострением борьбы с серым импортом вызвало существенные трудности в обслуживании долгов и взаимоотношениях с кредиторами и поставщиками. В результате, из четырех крупнейших ритейлеров два сменили или находятся в процессе смены акционеров, один обанкротился и сворачивает деятельность, и лишь компания «М.Видео», подошедшая к кризису в прекрасной финансовой форме за счет привлечения акционерного капитала, уцелела в первозданном виде и смогла воспользоваться просчетами конкурентов. По схожим причинам сменили акционеров и продуктовые сети «Мосмарт» и «Вестер».

### УРОКИ КРИЗИСА

Перед тем как перейти к описанию перспектив сектора, отметим несколько выводов из кризиса:

• Асимметричность информации. Многие эмитенты третьего и выше эшелонов элементарно не соответствовали неформальным требованиям к раскрытию информации, предъявляемым к компаниям, претендующим на публичную кредитную историю на зрелых долговых рынках. Большинство заемщиков не аудировали консолидированные данные, еще меньше компаний внедряли практику регулярного раскрытия информации (помимо регулятивно обязательной к раскрытию) и общения с долговыми инвесторами, абсолютное меньшинство могли похвастаться наличием кредитных рейтингов. Зачастую инвесторам предлагалось поверить в неаудированные цифры, а самостоятельная отчетность компаний, формировавших структуру займа, далеко не всегда подтверждала консолидированные данные. Несмотря на то что тяжело напрямую связать уровень раскрытия с кредитоспособностью, статистика говорит сама за себя. Из компаний, публиковавших от-

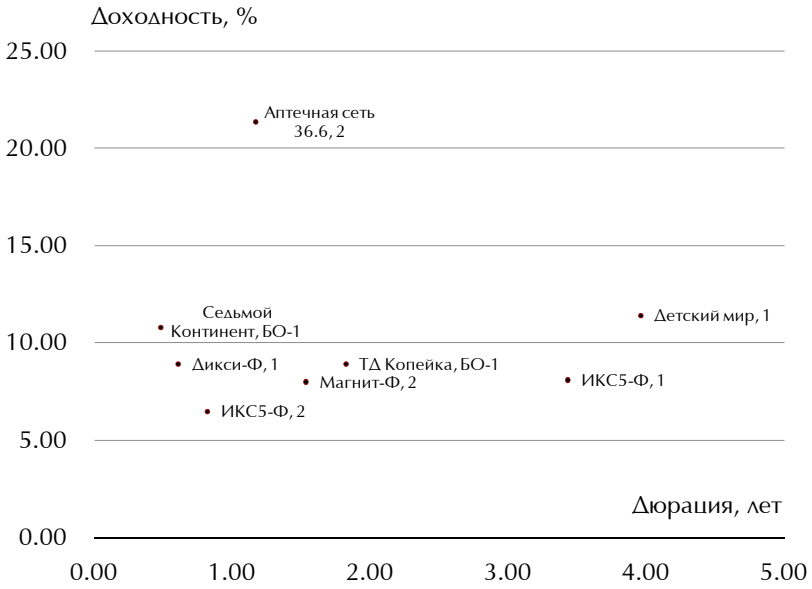
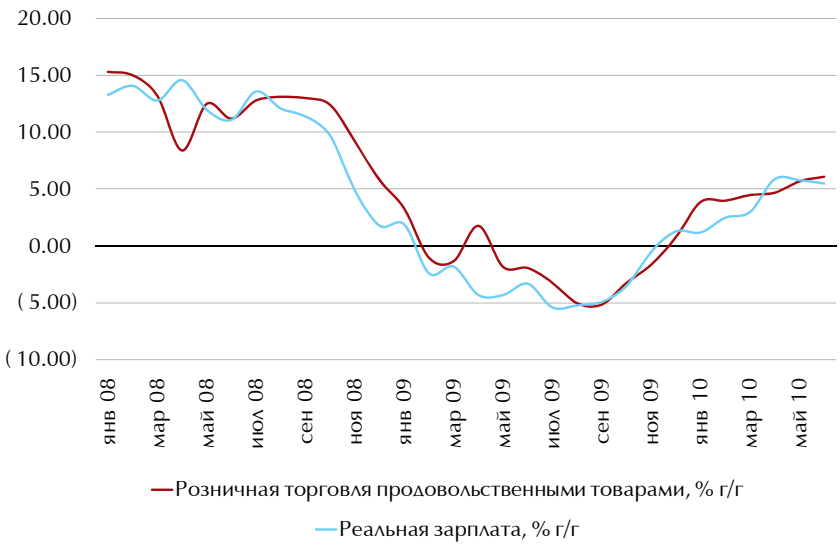



**Рисунок 2**
**Карта рынка рублевых облигаций розничных компаний после кризиса (30 июля 2010 г.)**

**Рисунок 3**
**Темпы роста доходов**



четность по МСФО, лишь одна допустила дефолт («Инком-Авто») и две — реструктуризацию («Седьмой Континент» и «Аптечная сеть 36.6» (предложив неплохие условия для кредиторов)), в то время как среди отчитывавшихся по «управленческим» стандартам — девять случаев дефолтов и реструктуризации.

• Ритейл ритейлу рознь. Если долговые коэффициенты на уровне 3–4 EBITDA еще как-то могли быть оправданы в случае быстрорастущих сетей продуктового ритейла, операционные денежные потоки которых более устойчивы к циклическим колебаниям в экономике, то «прошать» аналогичные коэффициенты для ритейлеров товаров дискреционного спроса, да еще во многом зависимых от предоставления кредитного плеча, кажется далеко не безопасным.

• Риски рефинансирования. Даже компании с относительно понятной кредитоспособностью и устойчивой структурой капитала могут оказаться в ловушке плохой коньюнктуры на кредитных рынках в краткосрочной перспективе, если заранее не позаботятся о гарантированной ликвидности к очередным платежам. Что уж говорить о компаниях с долговой нагрузкой 4–8 EBITDA и долей краткосрочных обязательств более 80%!

• Структура и концентрация долга. Большее внимание в дальнейшем инвесторы также будут уделять субординации долгового портфеля эмитентов и собственному положению в структуре долга. Учитывая необеспеченный характер облигационных займов, держатель бондов зачастую остается в ущербном положении по отношению к банкам-кредиторам, что еще больше усугубляется проблемой асимметричности информации на разных уровнях приоритетности долгового портфеля.

В этом контексте прошедший кризис и последовавшее ужесточение инвестиционных критериев долговых инвесторов — как в части количественных показателей, характеризующих кредитоспособность эмитента, так и в части качественных (корпоративное управление, информационная открытость и т. д.) — полностью перекроили ландшафт сектора розничной торговли на рынке облигаций. Карта сектора ритейла заметно оскудела: сегодня на ней (исключая неликвидные выпуски в обращении, существенные объемы которых были выкуплены в предшествующие оферты) уже не найдешь ни одного эмитента, отчитывающегося по «управленческим» стандартам, а большинство компаний публичные и регулярно раскрывают финансовые и операционные результаты инвесторам.

Это не означает, что на рынке больше нет места третьему эшелону, просто само понятие компании третьего эшелона должно отвечать критериям более зрелого кредитного рынка. Кроме того, очевидно, что институт ковенант должен приобрести особое значение для компаний третьего эшелона, обеспечивая дополнительный комфорт держателям облигаций.

### ПЕРСПЕКТИВЫ СЕКТОРА

Опыт развитых стран подсказывает, что финансовый леверидж корпоративного сектора, как и большинство других процессов в экономике, развивается циклично, в три ярко выраженных этапа.

Первый этап, который обычно следует после рецессии или значительного замедления темпов экономического роста, можно охарактеризовать как укрепление баланса. Компании после «неожиданного» удара экономической рецессии больше сконцентрированы на повышении эффективности, сокращении издержек и латании дыр в балансах. Уровень рентабельности, в то же время, подкрепляется восстановлением спроса и положительным эффектом операционного левериджа после снижения уровня загрузки мощностей в период спада.

На втором этапе, когда темпы экономического роста уже находятся на «устойчивом» восходящем тренде и загрузка мощностей достигает пиковых значений, корпорации в стремлении удовлетворить все еще растущий спрос или просто поддержать высокие темпы роста стоимости бизнеса для акционеров стремятся нарастить леверидж на фоне кажущегося излишне сильным баланса.

На третьем этапе происходит непреднамеренное увеличение коэффициентов левериджа, спровоцированное «неожиданным» падением или замедлением экономического роста и последовавшим сокращением рентабельности и операционных денежных потоков.

На каком же этапе сейчас находится российский корпоративный сектор? Очевидно, что третий этап мы прошли в конце 2008 и отчасти начале 2009 года, когда на фоне резкого падения рентабельности и существенной переоценки валютной части финансового долга потоковые долговые коэффициенты резко увеличились. Вторая половина 2009 года и 2010 год проходят под лозунгами сокращения операционных расходов и укрепления баланса, в то время как инвестиции в основной капитал лишь только начинают восстанавливаться (на фоне существенного провала в прошлом году). Таким образом, российский корпоративный сектор в целом сейчас находится в начале первого этапа по укреплению баланса и снижению долговой нагрузки, что фундаментально должно поддерживать сокращение кредитных спредов в будущем.

Что касается непосредственно сектора розничной торговли, то здесь макроэкономические тенденции также будут скорее благоприятствовать росту операционных денежных потоков, а соответственно, и улучшению кредитных метрик компаний. Основным двигателем посткризисной экономики становится рост частного потребления за счет увеличения доходов населения и роста занятости. В сегменте продуктовой розницы увеличению спроса будут также способствовать заложенные в бюджете повышения пенсионных и других социальных выплат.

Сегмент непродовольственной розницы, помимо роста доходов населения, станет также основным бенефициаром увеличения кредитного предложения со стороны банков и сокращения нормы сбережений. При этом на фоне существенного эффекта низкой базы непродовольственный сегмент может показать значительные темпы роста уже во второй половине текущего года. Самого существенного роста стоило бы ожидать в наиболее сильно пострадавших во время кризиса сегментах — ритейла бытовой тех-

ники и автомобилей, динамика продаж которых существенно полагается на увеличение кредитных покупок. Вкупе с продолжающимися кампаниями по снижению операционных издержек и реструктуризации долгового портфеля, восстановление спроса должно значительно укрепить кредитные метрики операторов этих сегментов.

### А ОСТАЛОСЬ ЛИ ЧТО ОТЫГРЫВАТЬ?

Переходя к конкретным рекомендациям, однако, сталкиваешься с ограниченностью ликвидных инструментов на посткризисной карте сектора, с одной стороны, а также перекупленными уровнями этих немногочисленных бумаг после многомесячного ралли, с другой. Кроме того, учитывая перспективы разгона инфляции в конце текущего — начале следующего года и возможные действия регулятора по борьбе с ней, нехеджированные от процентного риска длинные позиции не выглядят единственно верной стратегией.

Другими плодами безудержного роста котировок стали всевозможные диспропорции, которые не преминули сформироваться и в секторе ритейла. Например, при сравнении доходности двух лидеров сегмента продуктовой розницы выпуски X5 кажутся очевидно перекупленными относительно облигаций «Магнита» (разница в спредах составляет около 90 б.п.). Учитывая более консервативную финансовую политику последнего (внутреннее ограничение левериджа на уровне 1.0 EBITDA по сравнению с 3.0 у X5) и ориентацию на органический CAPEX, наличие какой бы то ни было премии кажется излишним.

Среди продуктовых ритейлеров второго круга также вызывает сомнение наличие столь высокой премии облигаций группы «Дикси» к недавно размещенному выпуску «Копейки» (около 100 б.п.). Компании сопоставимы с точки зрения финансовой устойчивости. Из очевидных преимуществ «Копейки» можно назвать поддержку акционера и наличие кредитного рейтинга, позволяющего рассчитывать на рефинансирование в ЦБ, в то время как в пользу «Дикси» говорит более интересная структура долга, которая после привлечения четырехлетнего синдицированного кредита делает погашаемые в марте следующего года облигации по сути приоритетными к остальному долгу. Отыгрывание идеи конвергенции спредов «Копейки» и X5 также кажется преждевременным, учитывая информационное затишье относительно сделки со стороны обеих компаний.

Среди непродовольственного ритейла наиболее интересными представляются облигации «Детского мира» (предлагающие доходность к погашению через пять лет на уровне 11.4% годовых), обеспеченные гарантией города Москвы и вмененной поддержкой основного акционера сети — АФК «Система». Кроме того, для инвесторов, склонных к большему риску, хорошей возможностью заработать могут стать еврооблигации группы «Рольф». Бумаги торгуются со спредом к свопам выше 1000 б.п., в то время как после реструктуризации долгового портфеля компании они стали самыми короткими, обеспечивая некоторую приоритетность к остальному долгу. И, как отмечено выше, авторитейл наверняка станет одним из наиболее быстро восстанавливающихся сегментов непродовольственной розницы, что должно существенно укрепить кредитные метрики «Рольфа».

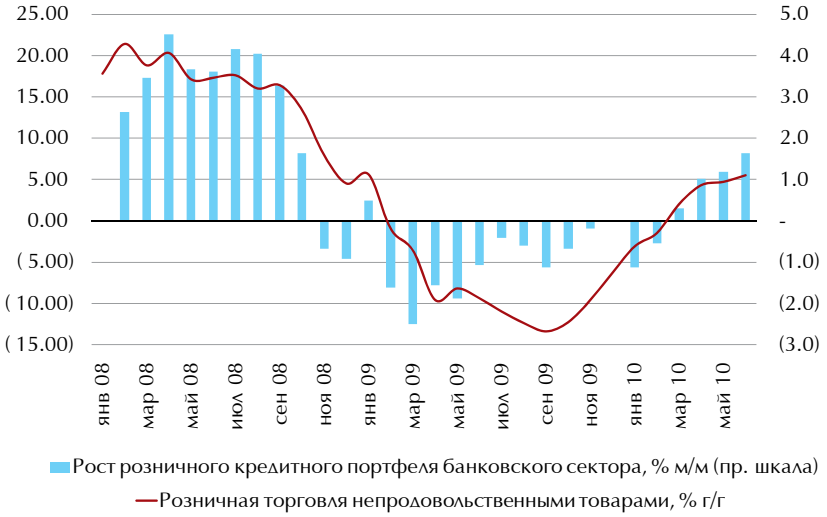



Рисунок 4
**Рост кредитования в банковской системе**

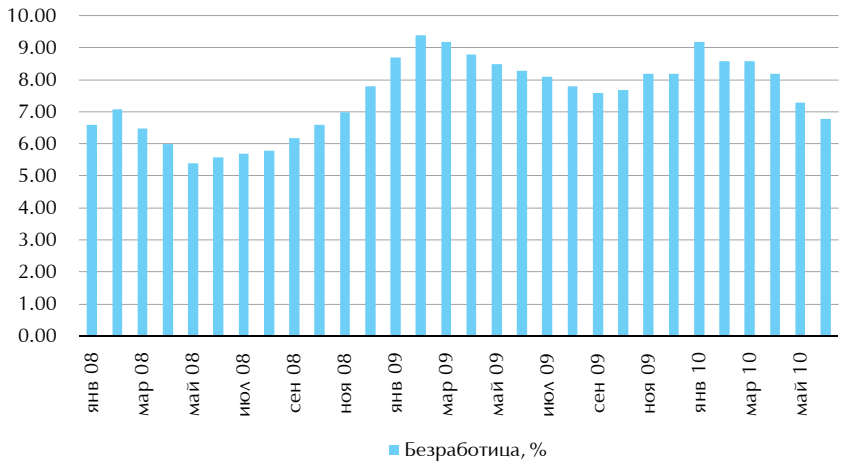



Рисунок 5
**Восстановление занятости**