Александр ПОЛЮТОВ,
ведущий аналитик, Промсвязьбанк

Еда и EBITDA

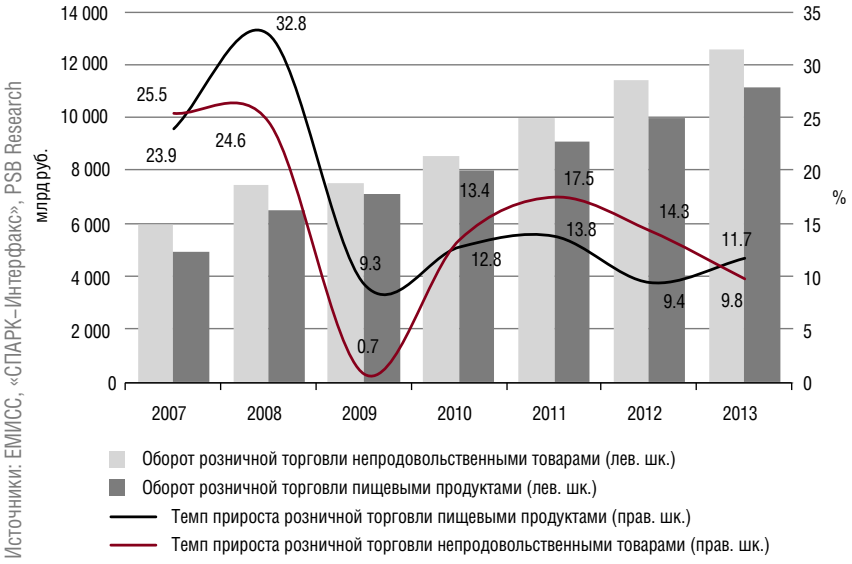
Продуктовая розница в силу специфики бизнеса обладает иммунитетом к проявлениям кризиса, который в меньшей степени затрагивает крупных игроков этого рынка, тем не менее уровень долга имеет значение. Ритейлеры вынесли урок из кризиса и стали более осторожными в части стратегии развития и управления долгом. Облигации продуктовых ритейлеров из числа немногих проявляют стойкость к повышенной волатильности рынков, обладая основными критериями защитного инструмента.

НУЖНЫ ЗАЩИТНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Прошлый год оставил после себя больше вопросов, чем ответов в отношении самочувствия российской экономики. Массу дискуссий экспертов вызывали перспективы экономического роста, которые становились все более туманными на фоне выходящей макростатистики: снижающиеся инвестиции, замедляющийся рост доходов населения, стагнация промышленности, где промпроизводство от заметного падения удерживали лишь добывающие отрасли. Российская экономика продолжала сокращать темпы роста, все больше отставая от ключевых развивающихся рынков и показывая темпы роста ВВП на уровне развитых стран. Усиление негатива извне — решение ФРС по сворачиванию программы количественного смягчения и риски повышения ставок — заставляло инвесторов более осторожно формировать свои стратегии на рынках.

Стремительные события 2014 года в Украине, а также Крымский вопрос поставили во главе угла геополитические факторы, которые окончательно укрепили в умах инвесторов неизбежность стагнации российской экономики. Причем всерьез рассматриваются сценарии ввода США и ЕС экономических санкций против России из-за присоединения Крыма и нагнетания обстановки вокруг юго-восточных регионов Украины, которые, очевидно, будут невыгод-

Рисунок 1
Оборот розничной торговли в России



Источники: ЕМИСС, «СПАРК–Интерфакс», PSB Research

ны ни одной из сторон и могут иметь более сокрушительные последствия.

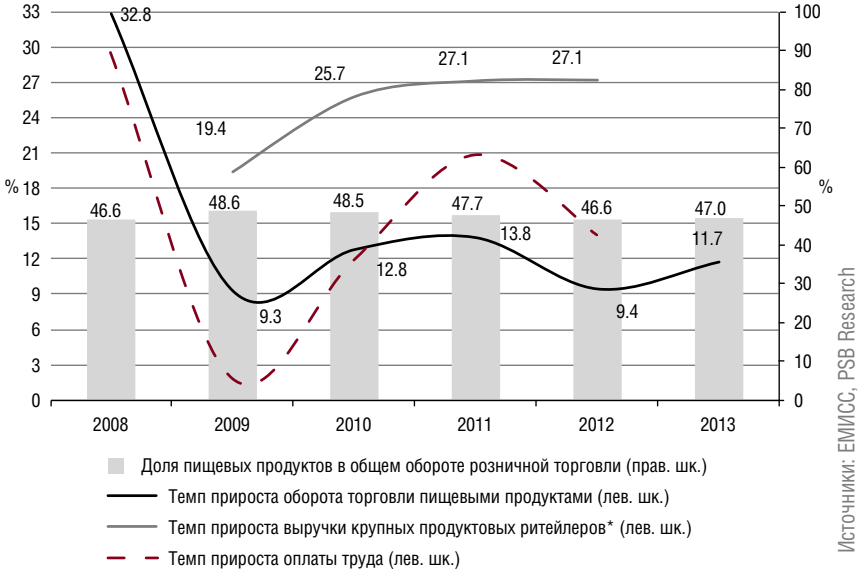
В новых реалиях инвесторы делают упор на защитные стратегии, обращая внимание на долговые бумаги качественных эмитентов и управляя дюрацией портфеля для минимизации рыночного риска. Вместе с тем традиционно в период экономической нестабильности к числу устойчивых относят отрасли, ориентированные на повседневное массовое потребление: ритейл, телекоммуникации, пищевые продукты и другие. Поэтому облигации эмитентов данных отраслей вполне могут стать защитным инструментом для инвестиций. Причем в первую очередь можно выделить продуктовую розницу, где спрос на пищевые продукты и товары первой необходимости со стороны населения сохраняется относительно стабильным.

ПРОДУКТОВАЯ РОЗНИЦА ОБЛАДАЕТ ИММУНИТЕТОМ К ПОТРЯСЕНИЯМ В ЭКОНОМИКЕ

Данный факт легко подтверждается статистикой Росстата в кризисный период 2008–2009 годов, когда оборот розничной торговли пищевыми продуктами хоть и демонстрировал замедление, но все-таки был в плюсе (+9.3% за 2009 год), в то время как торговля непродовольственными товарами притормозила рост (+0.7%), а если сделать поправку на инфляцию, и вовсе снижалась.

Своего рода иммунитет продуктовой розницы к кризису объясняется особенностью поведенческой модели покупателей, которые начинают экономить на всем, но в первую очередь на непродовольственных товарах, особенно длительного пользования. Продукты питания также могут попасть под сокращение, особенно дорогостоящие (деликатесы, мясо), которые отчасти можно заменить более дешевыми аналогами, при этом базовые позиции вряд ли могут быть исключены из ежедневного рациона. Более того, в условиях жесткой экономии население становится менее активным и проводит больше времени дома — соответственно, чаще питается дома, нежели в кафе, ресторанах, что оказывает определенную поддержку продуктовой рознице.

Вместе с тем пищевые продукты занимают значительную долю в общем обороте розничной торговли (около 47%). В кризис эта доля только увеличивается и стремится к паритету с непродовольственными товарами.



*С выручкой свыше 1.5 млрд руб

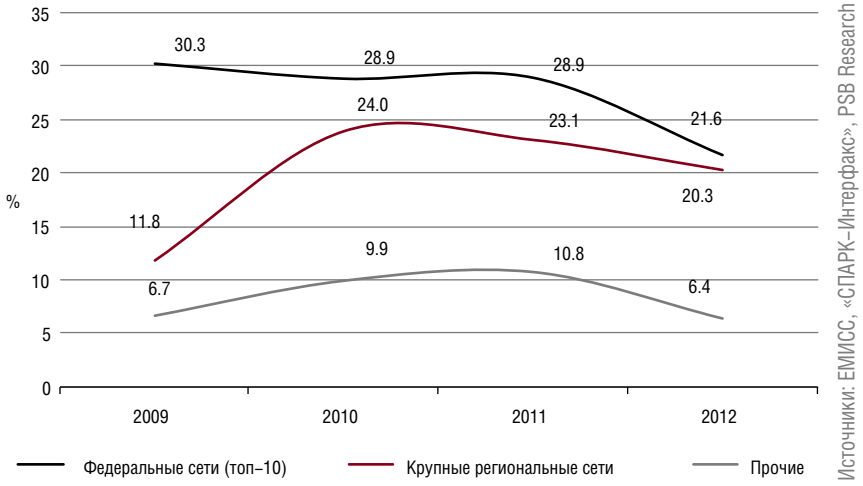
Рисунок 2
Оборот розничной торговли пищевыми продуктами в России,%

Прослеживается явная зависимость динамики роста продуктового ритейла от изменения уровня доходов населения.

УРОВЕНЬ ДОЛГА ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ

Несмотря на стрессоустойчивость продуктовой розницы к кризисным явлениям, игроки рынка по-разному пережили перипетии в экономике 2008–2009 годов. Лучше всего себя чувствовали крупные федеральные сети, хуже — средние региональные ритейлеры и мелкие игроки. Так, в 2009 году лидеры отрасли смогли удержать темпы роста бизнеса на высоком уровне (более 30%) и в дальнейшем демонстрировали довольно стабильную динамику, в то время как развитие региональных сетей и мелких игроков в 2008–2009 годы замедлилось, а восстановление последовало в период экономического роста. Причем крупным региональным сетям удалось довольно быстро

Рисунок 3
Темп прироста оборота розничной торговли пищевыми продуктами, %



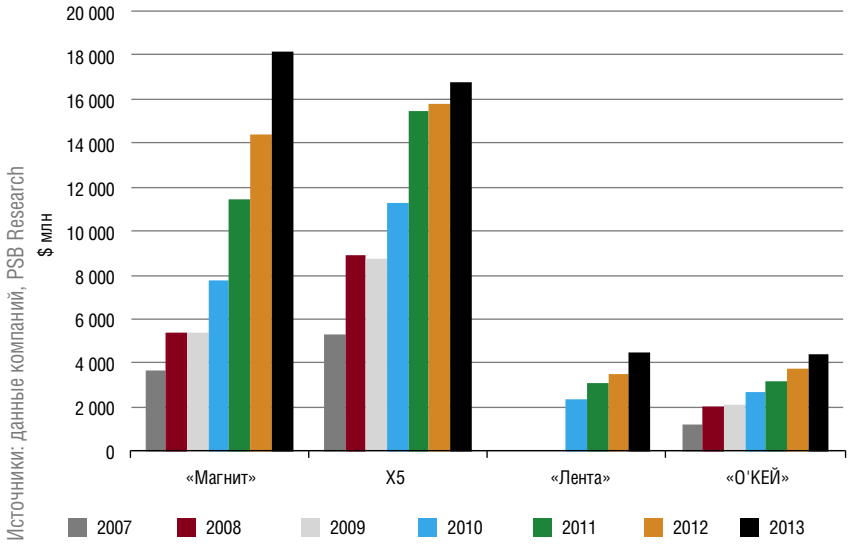
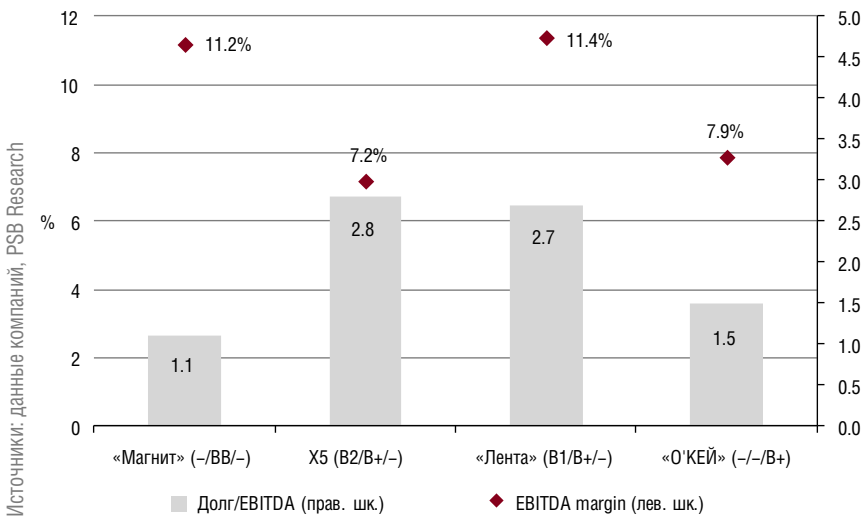


Рисунок 4
Динамика выручки продуктовых ритейлеров — эмитентов облигаций

вернуться на прежние позиции, приблизившись в 2010–2011 годы по динамике роста бизнеса к первой десятке лидеров отрасли.

Вместе с тем кризис 2008–2009 годов не прошел бесследно и для крупных продуктовых сетей, которые тоже понесли потери. В группу риска попали ритейлеры, сделавшие ставку на агрессивный рост в период бурного подъема экономики и открывавшие магазины преимущественно в долг. В частности, значительных капитальных вложений требовало строительство гипермаркетов. В итоге данные игроки оказались перед лицом кризиса с зашкаливающими долгами (метрика Долг/EBITDA достигала 4.0–8.0X), а лишившись возможности рефинансироваться, они не смогли рассчитаться с кредиторами и допустили дефолты, в том числе по облигационным займам. Компании были вынуждены прекратить свое существование, по крайней мере, в прежнем виде. К числу таких сетей можно отнести «Седьмой Континент», АЛПИ, «Мосмарт» и другие. Учитывая их печальный опыт, инвесторам стоит обращать особое внимание на уровень долговой нагрузки продуктовых ритейлеров при покупке их бумаг, желательно, чтобы он не превышал отметку в 2.0–3.0X метрики Долг/EBITDA.

Рисунок 5
Уровень рентабельности долговой нагрузки ритейлеров в 2013 г.



РАССТАНОВКА СИЛ НА РЫНКЕ ПРОДУКТОВОГО РИТЕЙЛА МЕНЯЕТСЯ

Мировой кризис проверил на прочность и лидеров российской продуктовой розницы — X5 Retail Group и «Магнит». Компании находятся в довольно жесткой конкурентной борьбе, при этом их бизнес-модели и подходы при строительстве сетей заметно отличаются. К примеру, X5 неплохо диверсифицирован по форматам магазинов — сеть преимущественно объединяет «мягкие» дискаунтеры: «Пятерочка», гипермаркеты «Карусель» и супермаркеты «Перекресток», причем последние два имеют большой успех в период экономического роста, в то время как в кризис наиболее востребованы у покупателей демократичные по ценам дискаунтеры. Похоже, X5 учел опыт 2008–2009 годов и сейчас заметно нарастил долю «Пятерочек» в общем пуле торговых площадей (с 48% до 63%). В свою очередь, «Магнит» со своими «магазинами у дома» более удачно вписался в новые экономические реалии за счет низких цен и оптимального ассортимента. Для более широкого охвата клиентов «Магнит» запустил формат магазинов «компактный гипермаркет», который за пять лет занял достойное место в бизнесе сети (16% всех торговых площадей и 18% выручки) и демонстрирует высокие результаты.

Развитие «Магнита» проходило органически, а холдинг X5 рос преимущественно за счет M&A-сделок — изначально компания образовалась в результате слияния сетей «Пятерочка» и «Перекресток», позже были присоединены гипермаркеты «Карусель», универсамы «Патэрсон» и магазины «Копейка». Причем не всегда интеграция новых активов проходила гладко и успешно — после покупки «Копейки» в 2011 году X5 притормозил в росте, уступив «Магниту», который в 2013 году смог превзойти конкурента по объему продаж и стал абсолютным

НА ТЕКУЩЕМ РЫНКЕ С УЧЕТОМ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА ЗАЕМЩИКОВ НАИБОЛЕЕ ИНТЕРЕСНО СМОТРЯТСЯ ОБЛИГАЦИИ «МАГНИТА» И СЕТИ «О'КЕЙ»

лидером в секторе. Очевидно, «Магнит» обладает одной из лучших экспертиз в отрасли по открытию новых магазинов и использует все возможные ресурсы для развития сети — помимо собственных средств, компания активно привлекает деньги в капитал через SPO, что позволяет избегать наращивания долга, уровень которого остается одним из самых низких в секторе. Вместе с тем рост бизнеса X5 ограничен размером долга, который компания нарастила в M&A-сделках.

Кроме лидеров продуктовой розницы из числа эмитентов облигаций, также можно выделить такие сети, как «Лента» и «О'КЕЙ», преимущественно работающие в формате гипермаркетов. Компании демонстрируют поступательный рост бизнеса за счет открытия новых магазинов, но в разы уступают лидерам по его масштабам. Долговая нагрузка ритейлеров находится на приемлемом уровне и не вызывает опасений, хотя может подрасти на фоне инвестиций в расширение сети.

Несмотря на изменение расстановки сил в отрасли, конкуренция остается довольно высокой, впрочем, возможности для роста в продуктовой рознице довольно широкие, учитывая все еще низкий уровень проникновения современных форматов торговли в России (57% в 2013 году против 83% — в Германии, 70% — в Польше, по данным Euromonitor). В ближайшие годы наиболее активно по-прежнему будут развиваться крупные федеральные и региональные сети, в то время как мелкие игроки вряд ли смогут выдержать высокую конкуренцию. Нельзя исключать и M&A-сделки в отрасли, причем интерес к покупкам можно ожидать со стороны федеральных игроков, постепенно расширяющих свое географическое присутствие.

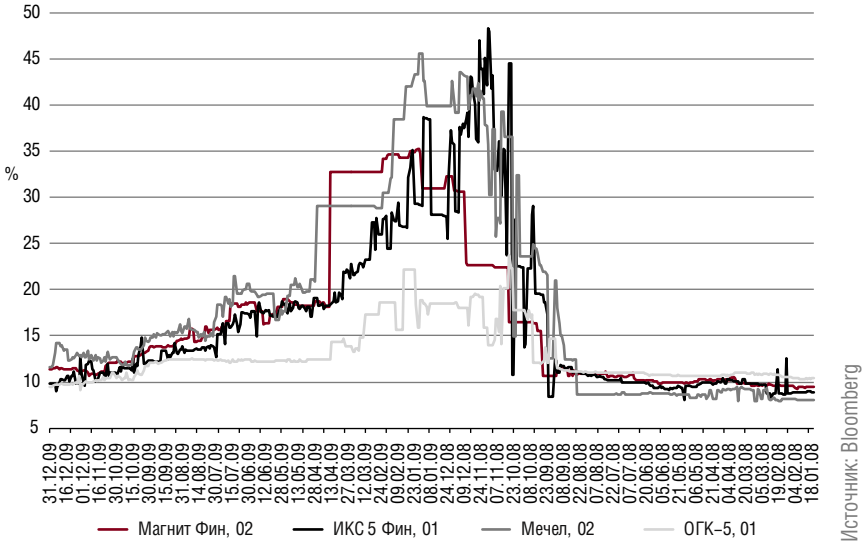


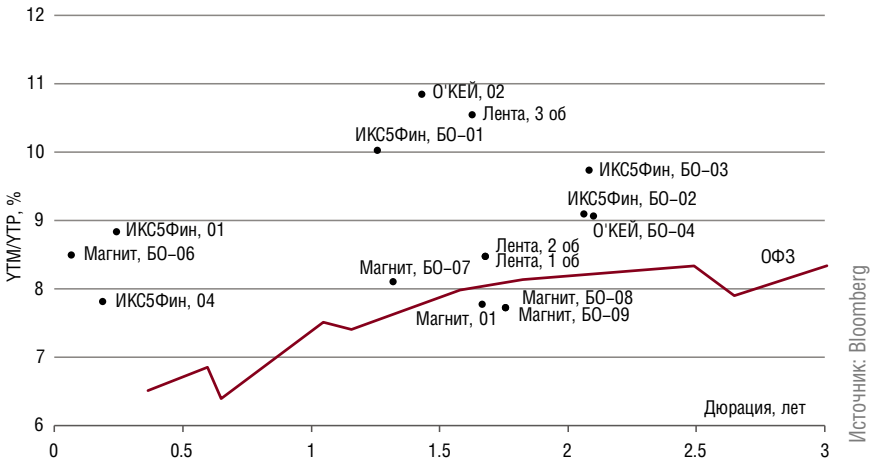
Рисунок 6
Изменение доходности облигаций российских эмитентов в 2008–2009 гг.

ОБЛИГАЦИИ ПРОДУКТОВЫХ РИТЕЙЛЕРОВ ПРОЯВЛЯЮТ СТОЙКОСТЬ К ВОЛАТИЛЬНОСТИ РЫНКОВ

Облигации продуктовых ритейлеров отвечают критериям защитных бумаг для инвестирования в условиях повышенной волатильности рынков. Выпуски более устойчивы к падению цены, а после периода турбулентности на рынках активнее восстанавливают утраченные позиции, особенно в сравнении с облигациями эмитентов цикличных отраслей экономики. К примеру, в 2008–2009 годы подобную картину можно было наблюдать по выпускам «Магнит Финанс», 02 и «ИКС 5 Финанс», 01 на фоне бумаг «Мечел», 02.

В свою очередь, на текущем рынке с учетом кредитного качества заемщиков наиболее интересно смотрятся бонды «Магнита» и сети «О'КЕЙ», причем последняя предлагает самую высокую в секторе доходность при оптимальной срочности.

Рисунок 7
Карта доходности облигаций продуктовых ритейлеров*



*На 26.03.2014