

РОЗНИЧНЫЙ ФАВОРИТ

СЕКТОР РИТЕЙЛА В 2006 ГОДУ СТАЛ ОДНИМ ИЗ НАИБОЛЕЕ БЫСТРО РАСТУЩИХ СЕГМЕНТОВ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА. СОЛИДНЫЕ ОБЪЕМЫ НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ СОЧЕТАЛИСЬ С ИХ ВЫСОКОЙ РЕГУЛЯРНОСТЬЮ В ТЕЧЕНИЕ ВСЕГО ГОДА. НЕУДАЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ПОЧТИ НЕ БЫЛО, КАК ПРАВИЛО, ПРЕДЛАГАЕМЫЕ БУМАГИ НАХОДИЛИ СВОИХ ПОКУПАТЕЛЕЙ БЕЗ УПЛАТЫ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ ПРЕМИЙ. ПРИЧИН ТОМУ МНОГО. ГЛАВНАЯ — СОЧЕТАНИЕ БОЛЬШОГО КОЛИЧЕСТВА ДЕНЕГ В ЭКОНОМИКЕ С ЕСТЕСТВЕННЫМ НА ЭТОМ ФОНЕ ПАДЕНИЕМ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ТРАДИЦИОННЫХ ЭМИТЕНТОВ.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

БЕЛЫЕ ЛОШАДКИ Основной причиной инвестиционного бума является высокая (от 8 до 15% годовых) доходность облигаций ритейлеров при просчитываемом уровне риска. Причем реальный уровень рисков в отрасли лучше всего могут определить именно отечественные инвесторы, хорошо осведомленные об особенностях ведения бизнеса в сфере розничных продаж. Поэтому эмитенты в секторе ритейла заинтересованы именно в российских инвесторах: с ними проще найти общий язык.

Аналитик ИК «Антанта Капитал» Георгий Аксенов: «В облигационном сегменте российского ритейла достаточно много эмитентов. Они четко делятся на три эшелона — согласно кредитному качеству. В первый эшелон входят лидеры российских продуктовых сетей. Это в первую очередь «Пятерочка» (X5 Retail Group), «Копейка», «Магнит». Они торгуются в диапазоне от 8 до 9,5% годовых к погашению или оферте. Второй эшелон — наиболее многочисленная группа эмитентов. Сюда входят продуктовые сети, меньшие по масштабам бизнеса, а также региональные продуктовые сети, такие как «Дикси», «Виктория», «Монетка». Ко второму эшелону можно также отнести ведущих ритейлеров в своей подотрасли. Например, «Арбат Престиж» и «Л'Этуаль» в торговле парфюмерией. В торговле электроникой и бытовой техникой — «Техносила», «М.Видео», «Евросеть», «Мир электроники», в фармацевтике — «Аптека 36,6». Все эти эмитенты торгуются в диапазоне 9,5–12% годовых к погашению или оферте. И наконец, в группу третьего эшелона входят эмитенты различных сегментов ритейла, масштаб бизнеса которых не столь велик. Например, сеть аптек «Имплозия». Также к третьему эшелону относятся эмитенты с повышенными (обычно из-за высокой долговой нагрузки) кредитными рисками. Доходность выпусков третьего эшелона достигает 15% годовых и даже выше».

У аналитика МДМ-банка Михаила Галкина схожие взгляды на сектор долгов ритейла: «Сектор розничных продаж растет очень быстро, потребности в капитале колоссальны, поэтому мы ожидаем, что ритейловые компании и в 2007-м будут размещаться по максимуму — сколько сможет переварить рынок. Если эшелонировать розницу, то в первом эшелоне окажутся «Седьмой континент», «Пятерочка» и «Магнит». Далее эшелонировать сложно. На наш взгляд, кредитные риски при прочих равных ниже у операторов продуктовой розницы и аптечных сетей. Дело в том, что спрос на продукты питания и лекарства наименее эластичен по цене. Кроме того, именно в продуктовой рознице, по нашим ощущениям, наиболее сильна тенденция к слияниям и поглощениям. Это создает инвесторам дополнительный комфорт, так как в случае возникновения проблем розничная сеть с высокой вероятностью будет просто приобретена более сильным игроком».

Более скептически настроен ведущий портфельный менеджер департамента операций на фондовом рынке Номос-банка Иван Гуминов: «Наиболее ликвидными являются

ся облигации таких эмитентов, как «Пятерочка» и «Копейка». Это связано как с масштабом самих компаний, так и с объемом выпусков. Облигации других ритейлеров («Перекресток», «Карусель», «Магнит», «Виктория», «Мир», «Техносила», «Патэрсон», «Банана-мама») менее ликвидны, но имеют более высокую доходность. Деление по эшелонам, конечно, носит условный характер. На мой взгляд, «Пятерочка» и «Копейка» попадают во второй эшелон, а все остальные ритейлеры — в третий».

Сектор рублевых облигаций ритейла развивается быстро, что связано как с ростом экономики и доходов населения, так и с ростом региональных бюджетов (рынки замещаются торговыми центрами). Помогает и рост цен на недвижимость. Но самое главное — ритейловые компании ориентированы на внутренний сектор, торгуют рублевым товаром. Так что для них естественно делать займы в рублях (исключением являются компании, занимающиеся торговлей импортными товарами — электроникой и т. п.). Поэтому наиболее крупные торговые сети сделали уже по два выпуска облигаций и планируют выпуск новых в большем объеме. Например, ТД «Копейка» запланировал на середину февраля уже третий выпуск облигаций.

ГОНКИ ЗА СЕТЬЮ При росте благосостояния население начинает не просто покупать, а желает покупать все товары за один раз в одном магазине — с комфортом и гарантией качества. Сетевой гипермаркет является адекватным ответом на этот вызов. В строительстве розничных сетей Россия повторяет путь США 1950-х, Англии 1960-х и многих других стран. Как и в указанных странах, бум российских розничных сетей начался одновременно в нескольких крупных центрах. Мировой опыт показывает, что первым этапом является процесс экстенсивного и агрессивного расширения торговых сетей. Затем наступает период слияний и поглощений, который завершается созданием общенациональных торговых брэндов. На третьем этапе розничный бизнес перешагивает государственные границы и становится транснациональным. Классическим примером является сеть универмагов Woolmart, торгующая в 54 странах.

Наибольшая потребность в капитале у ритейловых компаний на первом этапе (быстрое расширение, строительство новых магазинов) и в начале второго, когда необходимы средства для покупки региональных торговых сетей. Крупные российские компании розничной торговли в настоящее время как раз начинают региональную экспансию, то есть находятся в начале второго этапа. Для инвесторов это означает, что спрос на капитал со стороны ритейлеров продолжится и в 2007 году. Рынок ждет немало интересных размещений. Причем возрастают и риски, а значит, и доходности. Георгий Аксенов: «Дополнительные риски, которые существуют в ритейле, — это в первую очередь быстрый рост долговой нагрузки. Компании занимают много средств на агрессивное экстенсивное разви-

тие. Если это развитие по каким-то причинам не будет поддержано адекватным спросом, у компании могут возникнуть проблемы с возвратом инвестиций. В то же время следует отметить, что в регионах пока еще остается существенный потенциал для роста, и вероятностью реализации данных рисков в 2007 году пока низкая.

В этом секторе рынка постоянно появляются новые эмитенты. Например, в настоящий момент готовятся к выходу на облигационный рынок ООО «Компания «Холидей»» — крупная продуктовая сеть Сибирского региона, торговая сеть «Виват», оперирующая продуктовыми магазинами в Перми и Пермском крае, а также региональная сеть аптек «Фармакор». Кроме того, о новых выпусках объявили уже известные рынку эмитенты — «Дикси», «Виктория», «Седьмой континент» и «Копейка». О намерении разместить сразу три выпуска на общую сумму 25 млрд рублей заявила «Пятерочка». Правда, в компании утверждают, что средства необходимы не столько на развитие, сколько на рефинансирование существующего долга. В этом случае долговая нагрузка не увеличивается».

Аналитик Промсвязьбанка Ян Крусткалн: «Для инвесторов, ориентированных на более высокую доходность, интересны будут бумаги быстро растущих компаний, которые в то же время уже близки к завершению стадии экстенсивного роста и начинают переориентироваться в сторону качественного развития — роста рентабельности, структурных изменений, улучшения прозрачности. На наш взгляд, таковыми являются «Евросеть», «Копейка», «Седьмой континент».

Ожидается, что в 2007-м дебютанты долгового рынка в секторе ритейла будут обладать сравнительно низким кредитным качеством. Для многих из них и ряда существующих эмитентов третьего эшелона вопрос рефинансирования существующих долгов и платежей по текущим офертам впоследствии может встать очень остро. Компании, уже разместившие свои бумаги на рынке, для реализации стратегий дальнейшего роста на пути к вероятным IPO непременно привлекут еще один-два займа. В 2007 году уже планируются вторая серия облигаций «Виктории», очередные займы «Дикси», «Копейки» и «Седьмого континента». Среди новичков долгового рынка наиболее интересным выглядит грядущий выпуск группы «Холидей», крупнейшего продовольственного оператора Сибирского региона».

ИНВЕСТИЦИИ В РОСТ Для частного инвестора решение о покупке облигаций ритейлера представляется обоснованным только в случае хорошего объективного определения уровня риска. Далеко не все ритейлеры публикуют отчетность по МФСО, в основном наблюдается явный дефицит публичной информации. Поэтому частному инвестору, решившему вкладывать в ритейл, рекомендуется собрать как можно больше информации о компании, в том числе и по неофициальным каналам. Например, информацию о строительстве новых торговых центров мож-

но найти не на сайтах ритейлеров, а на официальных сайтах органов местной власти. В отличие от компаний органы власти публиковать эти сведения обязаны.

Иногда достаточно просто прийти в магазин, чтобы опросить, насколько четко налажен бизнес. Если же поиск дополнительной информации в планы инвестора не входит, то можно ограничиться изучением отчетности компаний первого и второго эшелонов. Правда, и доходность будет меньше, чем по депозитному вкладу. Высокую доходность, привлекательную для частного инвестора, реально может дать только третий эшелон сектора ритейла.

Георгий Аксенов: «Выпуски третьего эшелона ритейлеров могут обеспечить доходы к погашению, порой в два раза большие по сравнению с первым эшелонном. Но и риски там значительно выше, а ликвидность — ниже. Если инвестор уже определился с рисками, то нужно смотреть на фактические условия размещения. Например, первый выпуск облигаций «Дикси» был явно переоценен при размещении, сейчас его цена упала до 92% от номинала. С другой стороны, второй выпуск «Пятерочки» вырос до 103% от номинала».

Ян Крусткалн: «Для консервативных инвесторов будут интересны бумаги, такие как «Магнит», «Перекресток» или «Пятерочка» (X5 Retail Group).

Инвесторам рекомендуется взять под пристальный контроль облигации тех компаний, которые объявили о скором проведении IPO. К таким компаниям можно отнести X5 Retail Group и ТК «Виктория», вскоре о дате размещения акций должны объявить «Арбат Престиж», «Дикси», «Евросеть» и «Натур-Продукт». Уже сейчас многие из них регулярно публикуют отчетность по МСФО.

Подготовка к IPO способствует снижению риска за счет увеличения прозрачности структуры бизнеса. Осторожно следует относиться к региональным ритейлерам: часть из них имеют хорошие перспективы роста за счет слияний и поглощений, остальные будут либо проданы, либо их финансовое состояние будет ухудшаться. Рекомендуется обратить особое внимание на стратегические планы, маркетинговую политику и квалификацию менеджмента этих компаний».

Михаил Галкин: «В целом рублевые облигации в настоящее время я считаю непривлекательными для частных инвесторов. Гарантированные государством банковские депозиты предоставляют более интересные возможности с точки зрения риска — доходность. Если про это забыть, то в принципе интересными нам кажутся облигации «Копейки» (первый и второй выпуски). Мы ожидаем, что эта компания будет продана более сильному российскому или иностранному оператору. Достаточно безопасными для инвесторов мне кажутся вложения в высокодоходные облигации операторов продуктовой розницы — «Матрица», «Марта», «Монетка», «Самохвал». На облигациях таких компаний можно заработать на увеличении прозрачности или на поглощении более сильным игроком».

