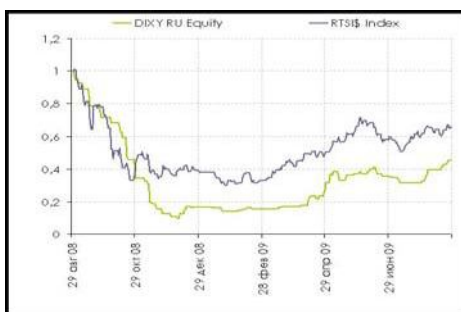
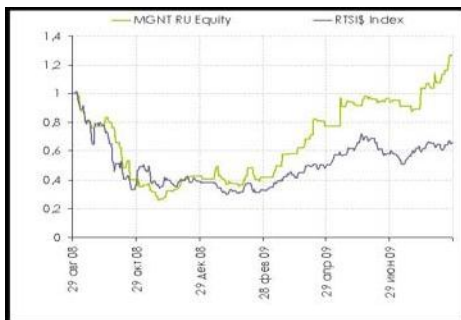
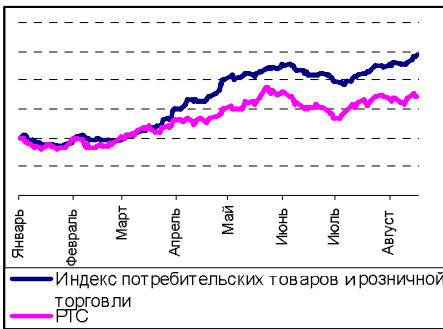


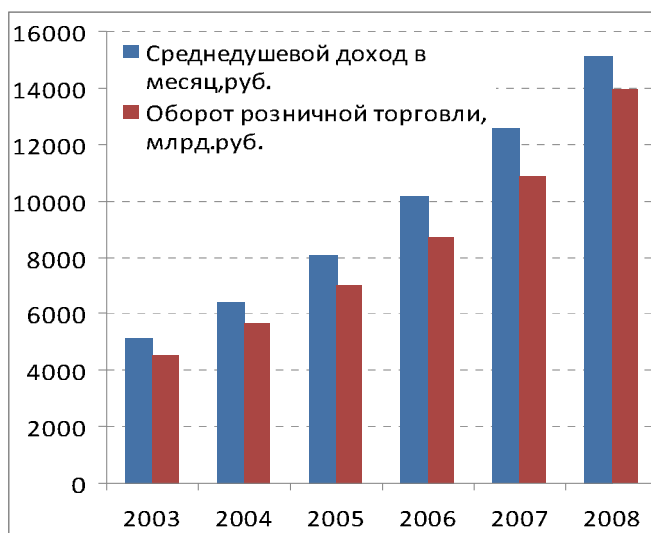
Продуктовая розница: выживают сильнейшие



- Розничная торговля по-прежнему испытывает давление со стороны кризисных процессов в экономике, в частности, снижения доходов населения. По итогам первых 7 месяцев 2009 года оборот розничной торговли сократился в реальном выражении на 3,8%. В то же время, в июле розничный рынок вырос на 1,9% по сравнению с предыдущим месяцем, и по нашему мнению, это свидетельствует о некотором улучшении ситуации в отрасли.
- В более выигрышном положении в настоящее время находится продуктовый ритейл, и прежде всего дискаунтеры. Розничные сети, управляющие магазинами недорогих форматов, сумели не только не допустить снижения продаж, но и нарастить их. Из числа рассматриваемых нами публичных ритейлеров наибольший рост продаж продемонстрировала X5 Retail Group. Успехи компании были в немалой степени связаны с «инвестициями» в оборот путем снижения торговой наценки. По итогам 1 полугодия 2009 года рост выручки компании в рублях составил 46%.
- Другой крупный ритейлер, «Магнит», пошел по другому пути. Компания несколько снизила темпы роста выручки, но значительно нарастила рентабельность, прежде всего за счет снижения доли себестоимости в выручке. По итогам 1 полугодия 2009 года валовая рентабельность выросла до 23,3% по сравнению с 20,9% годом ранее, а рентабельность по EBITDA – с 6,4% до 9,4%.
- Еще одна публичная розничная компания, «Дикси», в первой половине года отставала от конкурентов. Изменения в системах логистики и закупок привели к существенному замедлению темпов роста продаж и снижению рентабельности. Однако в июле ситуация немного улучшилась, что позволяет надеяться на то, что планы менеджмента по значительному улучшению показателей во втором полугодии осуществляются.
- Российские ритейлеры в настоящее время торгуются дороже компаний-аналогов, работающих на развивающихся рынках, но с некоторым дисконтом к развивающимся рынкам. А учитывая то, что отечественные компании в среднем работают с более высокой рентабельностью, чем зарубежные аналоги, мы считаем, что российская розница имеет потенциал роста.

Розничная торговля – будет ли рост

Розничная торговля на протяжении многих лет была одной из наиболее динамично развивающихся отраслей экономики, демонстрирующей двузначные темпы роста. Росту розничного рынка способствовал целый ряд факторов: здесь и развитие организованной розницы, и экспансия торговых сетей в новые регионы, и приход на рынок зарубежных игроков. Но основной причиной все же был рост доходов населения, как в реальном, так и в номинальном выражении.



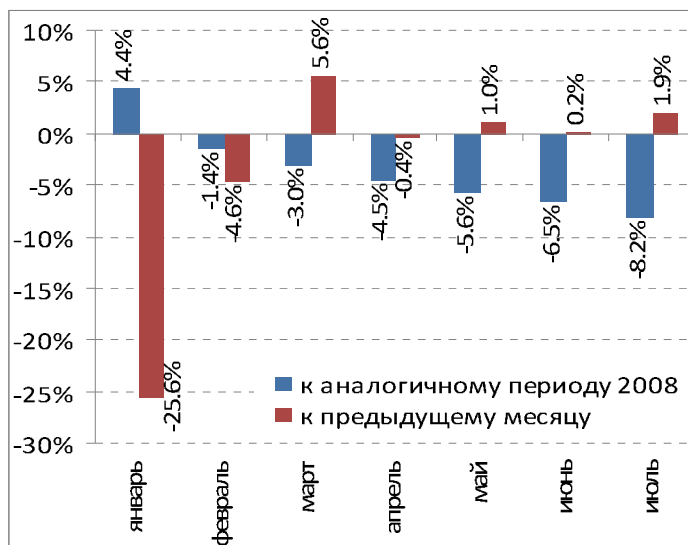
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Однако в конце 2008 года ситуация изменилась. Существенно ухудшившаяся экономическая ситуация привела вначале к замедлению темпов роста реальных доходов населения, а затем и к их снижению. По данным Федеральной службы государственной статистики, если за первые 9 месяцев 2008 года рост реальных располагаемых денежных доходов составил 6,8%, то в 4 квартале реальные доходы населения снизились на 5,8% год-к-году. В 1 квартале 2009 года снижение по сравнению с соответствующим периодом 2008 года составило 0,2%, во втором же квартале доходы продемонстрировали небольшой рост, в результате чего реальные располагаемые доходы населения по итогам 1 полугодия 2009 года остались на уровне 1 полугодия 2008 года. Однако в июле опять началось снижение, реальные располагаемые доходы населения сократились на 5,4% по сравнению с июлем 2008 года и на 3% по сравнению с июнем 2009 года. По итогам 7 месяцев 2009 года доходы были на 0,9% ниже, чем годом ранее. По нашему мнению, трудно ожидать, что по итогам года реальные доходы населения вырастут, а следовательно, увеличение номинальных доходов возможно лишь за счет инфляции.

В 2008 году оборот розничной торговли в России составил 13919 млрд.рублей, увеличившись в реальном выражении на 13,5%. За первые 7 месяцев 2009 года оборот снизился на 3,8% по сравнению с январем-июлем 2008 года.

Если рассматривать процентное снижение оборота розничной торговли по месяцам по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, то в течение года оно все усиливается. В июле снижение составило 8,2%. Однако это в немалой степени объясняется эффектом высокой базы, ведь в январе-июле 2008 года ситуация в экономике еще была стабильна и доходы населения лишь росли. Если же сравнить данные с предыдущим месяцем, то июль стал третьим подряд месяцем, когда оборот розничной торговли рос. И по нашему мнению, это свидетельствует о некотором улучшении ситуации в отрасли.

Изменение оборота розничной торговли в 2009 году



Источник: Федеральная служба государственной статистики

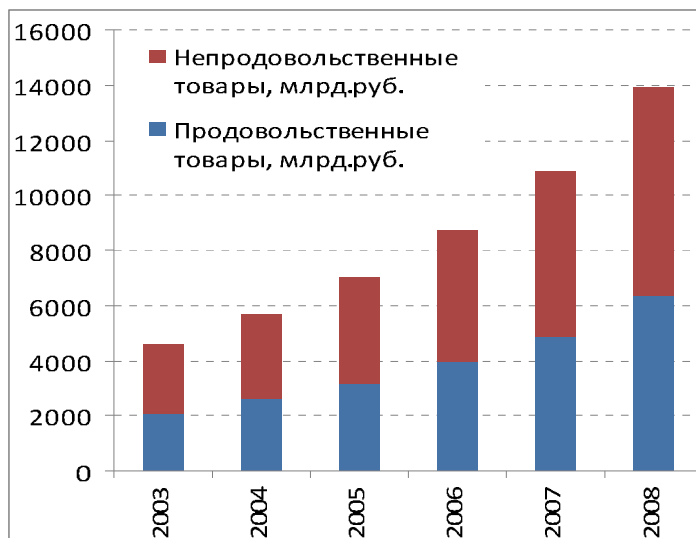
Конечно, вряд ли у розничного рынка есть шанс продемонстрировать в это году рост не только в номинальном выражении. Согласно прогнозу Минэкономразвития, опубликованному в июле, по итогам 2009 года оборот розничной торговли в реальном выражении снизится на 5,8%. Но в среднесрочном и долгосрочном периоде розничный рынок, по нашему мнению, имеет потенциал роста. И в первую очередь на восстановление может рассчитывать продуктовый ритейл.

Продуктовая розница более устойчива

На протяжении многих лет доля непродуктовой розницы в общем объеме постепенно увеличивалась, однако в 2008 году ситуация начала постепенно меняться. А в текущем году доля продуктовой розницы резко выросла. В условиях сокращения доходов, или по меньшей мере замедления темпов их роста, потребители начинают сокращать расходы на товары не первой необходимости, к которым и относятся большинство непродовольственных товаров. По итогам января-июля 2009 года доля продаж продуктов питания в общем обороте розничной торговли составила 48,9% по сравнению с 45,6% в 2008 году.

Сокращению доли непродуктовой розницы отчасти способствовало и то, что розничные сети сокращали ассортимент непродовольственных товаров. В последние годы крупные продуктовые ритейлеры, стремясь увеличить как оборот, так и рентабельность, наращивали ассортимент как продуктовых, так и непродуктовых товаров. Однако в конце 2008 года ситуация изменилась, многие розничные компании испытывали трудности как с оборотными средствами, так и с поставщиками, кроме того, изменился и потребительский спрос. И ритейлеры пошли по пути сокращения ассортимента, прежде всего за счет дорогостоящих продовольственных и непродовольственных товаров.

Динамика и структура оборота розничной торговли



Источник: Федеральная служба государственной статистики

В целом же, продовольственные ритейлеры меньше подвержены негативному влиянию сокращения доходов населения. Помимо того, что продукты питания относятся к товарам первой необходимости, дополнительным фактором устойчивости можно считать то, что в этом сегменте розничного рынка меньше доля импортных товаров, существенно подорожавших из-за девальвации рубля. Кроме того, как для потребителей, так и для продавцов гораздо легче найти отечественные аналоги импортируемых продуктов питания, чем непродовольственных товаров.

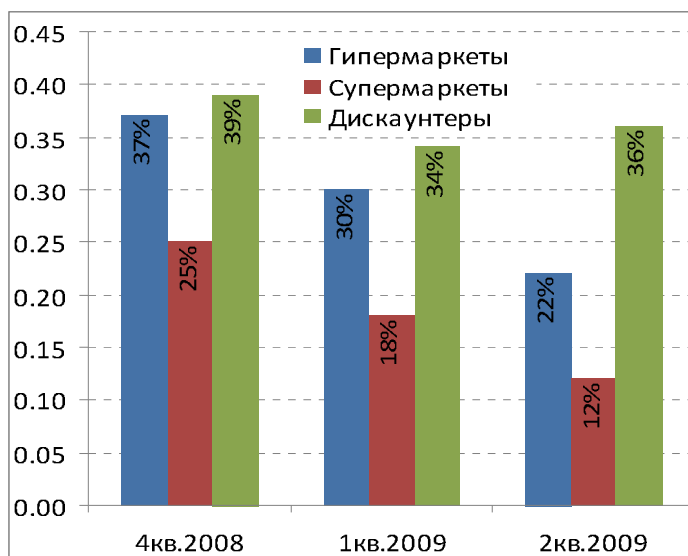
Преимущество у дискаунтеров

В условиях роста цен наряду со снижением реальных доходов населения потребительский спрос смещается в сторону менее дорогих товаров. Это, безусловно, оказывает давление на рентабельность розничных компаний даже при условии пропорционального увеличения розничных цен по мере роста цен поставщиков. В этих условиях в более выигрышных условиях находятся розничные компании, развивающие формат дискаунтера, где торговая наценка и ранее была не столь велика, а ассортимент формировался в основном за счет недорогих товаров. Еще одним конкурентным преимуществом может стать широкая линейка продукции под собственными торговыми марками. Товары private label традиционно имеют более низкую стоимость, чем аналоги, что способствует потребительскому спросу, и более высокую валовую рентабельность.

Крупные ритейлеры, отреагировав на изменившиеся рыночные условия, стали пересматривать не только структуру ассортимента, но и структуру своих розничных сетей. Например, X5 Retail Group в 1 квартале 2009 года начала преобразование ряда магазинов «Перекресток» в формат мягкого дискаунтера.

Сравнительное преимущество формата дискаунтер в текущих условиях на розничном рынке можно оценить на примере данных продаж X5 Retail Group, которая развивает три разных формата магазинов.

Рост продаж X5 Retail Group в рублях по форматам, (pro-forma, год-к-году)



Источник: Данные компании

Как видно, темпы роста продаж супермаркетов и гипермаркетов X5 сокращались в 1 полугодии 2009 года, тогда как оборот дискаунтеров продолжал расти практически теми же темпами, что и в прошлом году.

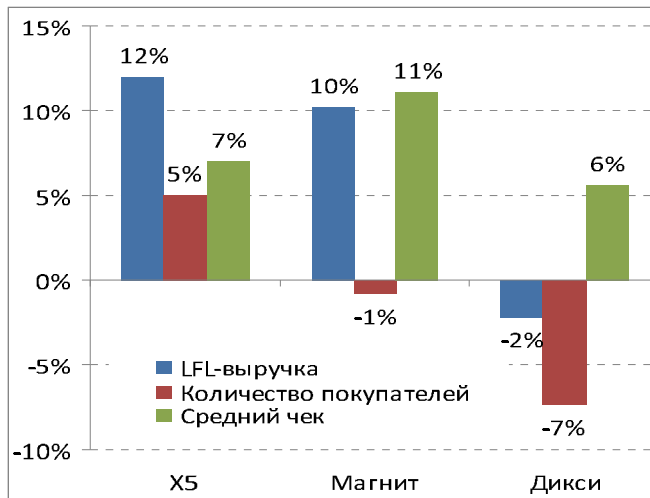
Еще одним преимуществом дискаунтеров по сравнению с магазинами других форматов, помимо большей привлекательности для покупателей в условиях снижения доходов, являются сравнительно небольшие затраты на их открытие. В условиях снижения бюджетов капвложений ряд ритейлеров приняли решение сократить число новых гипермаркетов, требующих гораздо больших затрат, и увеличить число небольших магазинов, в первую очередь работающих в невысоком ценовом сегменте.

За счет чего растет выручка

Рост выручки розничных компаний обеспечивается как увеличением количества магазинов под управлением, так и ростом сопоставимых продаж.

LFL-выручка большинства крупных ритейлеров в последние годы росла в основном за счет увеличения суммы среднего чека, тогда как количество покупателей зрелых магазинов или росло незначительно, или и вовсе снижалось. И результаты 1 полугодия крупных ритейлеров в принципе подтверждают продолжение этой тенденции, рост LFL-выручки был обеспечен в основном увеличением среднего чека. Из рассматриваемых нами розничных компаний количество покупателей зрелых магазинов удалось увеличить лишь X5 Retail Group, благодаря тому, что компания успешно претворяла в жизнь стратегию, нацеленную на рост оборота, в частности, снижала цены.

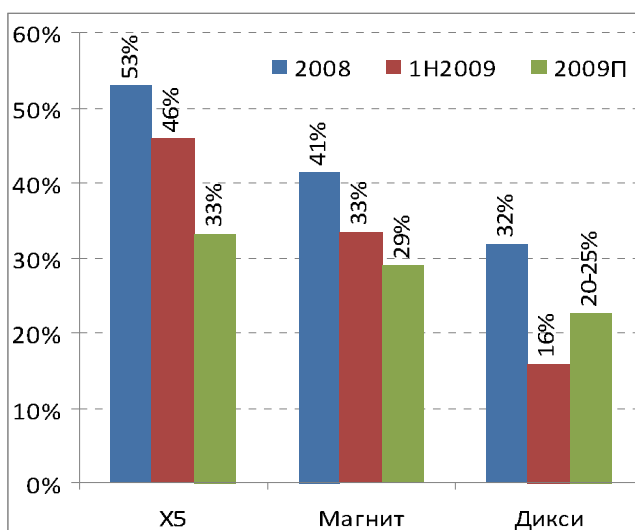
Динамика сопоставимых продаж в рублях в 1 полугодии 2009



Источник: данные компаний

Что касается расширения розничных сетей, то кризисная ситуация в экономике, конечно же, не могла не оказать своего влияния на планы компаний. Начиная с осени прошлого года ритейлеры начали снижать планы открытия новых магазинов и прогнозируемые объемы капвложений. Например, X5 Retail Group еще в августе 2008 года ожидала, что общие инвестиции по итогам года будут на уровне \$1,4 млрд., однако уже в октябре прогноз был пересмотрен на \$1 млрд., а планы по вводу новых торговых площадей были снижены до 120 тыс.кв.м. со 140-160 тыс.кв.м. (не включая площади «Карусели»). В текущем году X5 планирует вложить до 14 млрд.рублей или около \$450 млн. «Магнит» в октябре прошлого года снизил прогноз инвестиций на 2009 год с \$750-800 млн. до \$660 млн., а уже в текущем году – до 17-18 млрд.рублей (около \$550 млн.). Кроме того, компания уменьшила планируемое число открытий гипермаркетов с 17 новых магазинов до 10-15, а позднее – до 9-10. В то же время, прогноз открытий новых «магазинов у дома» был повышен с 250 до 400, а позднее – до более чем 500.

Рост выручки в рублях



Источник: данные и прогнозы компаний, ИК «Проспект»

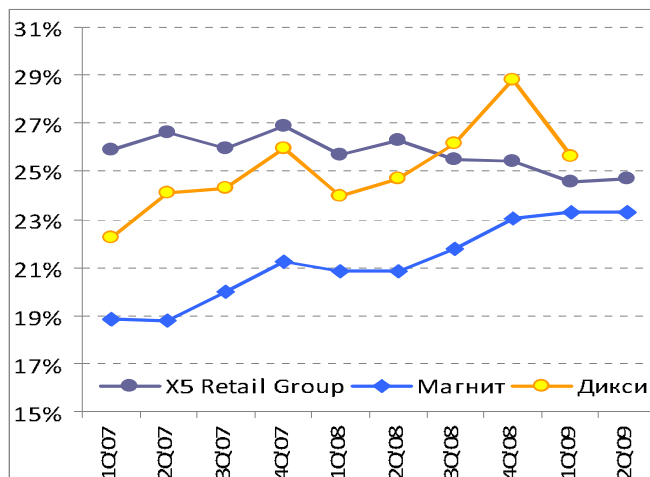
Несмотря на сокращение объема капложений, крупные розничные компании все же в большинстве своем продолжают наращивать количество магазинов и оборот, хотя и не такими высокими темпами как раньше. В частности, X5 Retail Group в 2009 году рассчитывает увеличить рублевую выручку pro-forma (т.е. включая результаты «Карусели» с начала 2008 года) как минимум на 25%, что, по нашим расчетам, соответствует приросту консолидированной выручки примерно на 33%. «Магнит» по итогам текущего года планирует увеличить рублевую выручку на 28-29% по сравнению с ростом на уровне 41% в 2008 году. Что касается «Дикси», то ранее компания заявляла, что рост выручки по итогам года может составить 20-25%. Однако результаты 1 полугодия были гораздо слабее, оборот увеличился в годовом выражении лишь на 16%. В отличие от конкурентов, компания не только не наращивала розничную сеть, но и закрывала имеющиеся магазины, снижались в 1 полугодии и продажи «зрелых» торговых точек. В немалой степени такая ситуация была связана с проводившимися компанией изменениями в логистической системе и системе закупок. Менеджмент «Дикси» ожидает, что результаты второго полугодия будут гораздо более удачными.

Рентабельность – есть ли угроза

В последние годы российскому ритейлу в целом удавалось не только удерживать показатели рентабельности, но и наращивать эффективность, даже не смотря на активное развитие розничных сетей. Кризисная ситуация в экономике, конечно же, оказала свое влияние, однако нельзя сказать, что это влияние было однозначно негативным.

Смещение потребительского спроса в сторону более дешевых товаров, существенное подорожание импортных товаров из-за девальвации рубля, подорожание отечественных товаров, в то числе из-за роста рублевых цен на импортное сырье, - все это оказывало давление на валовую рентабельность розничных компаний. Кроме того, некоторые ритейлеры «инвестировали» в оборот, снижая цены на товары, стремясь удержать покупателей или даже переманить их из других сетей. В частности, в марте текущего года X5 приступила к реализации новой ценовой стратегии в магазинах «Пятерочка», суть которой в установлении на товары минимальных цен на рынке. В результате валовая рентабельность компании немного снизилась, однако следует отметить, что X5 работала с более высокой эффективностью, чем конкуренты, и имела определенный запас прочности. В свою очередь «Магнит» сумел не только не допустить снижения валовой рентабельности, но и заметно нарастить ее. Это стало возможным прежде всего благодаря оптимизации отношений с поставщиками. В конце прошлого года многие производители и дистрибьюторы испытывали существенные трудности с ликвидностью и соглашались на значительное снижение отпускных цен в обмен на сокращение отсрочек платежей со стороны розницы. И «Магнит» был в числе тех, кто сумел этим воспользоваться благодаря наличию свободных денежных средств и финансовой устойчивости компании.

Валовая рентабельность

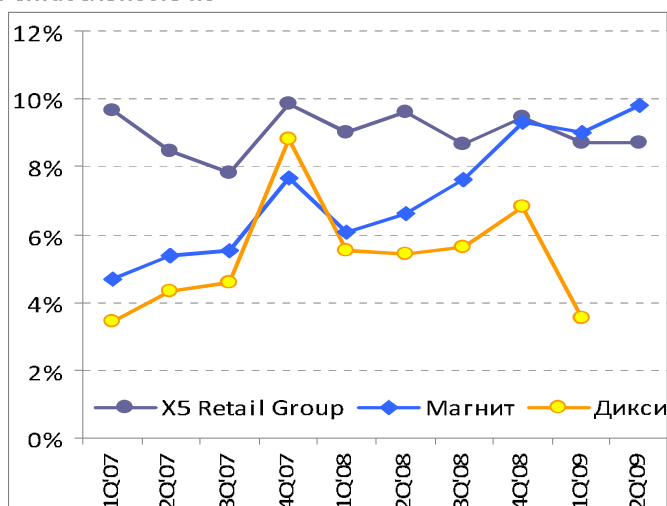


Источник: данные компаний

Что касается операционных издержек розничных компаний, то здесь все зависит прежде всего от их структуры. Наибольшую долю SG&A, как правило, составляют расходы на оплату труда. Кризисная ситуация в экономике подтолкнула ритейлеров к еще большей оптимизации как численности персонала, так и затрат на персонал в целом. Например, X5 Retail Group в 1 полугодии уменьшила количество работников на магазин, благодаря чему доля издержек на оплату труда в выручке снизилась до 8,6% по сравнению с 10% в январе-июне 2008 года.

Другая значительная статья расходов ритейлеров – затраты на аренду. И здесь сложившаяся экономическая ситуация принесла определенную выгоду компаниям, т.к. стоимость аренды коммерческой недвижимости на рынке в целом снизилась. Можно предположить, что будет расти величина расходов на транспортировку, коммунальных расходов, однако их доля обычно не так велика, чтобы оказать существенное влияние. В свете всего этого, мы не ожидаем существенного давления на рентабельность розничных компаний со стороны операционных издержек в текущем году.

Рентабельность по EBITDA



Источник: данные компаний

Из рассматриваемых нами ритейлеров наибольшую эффективность на уровне EBITDA в текущем году демонстрирует «Магнит». Рентабельность по EBITDA компании по итогам 1 полугодия составила 9,4%, увеличившись за года на 4 п.п. У X5 показатель в январе-июне 2009 года несколько снизился, до 8,7% против 9,3% годом ранее. «Дикси» пока не опубликовала финансовые результаты полугодия, однако судя по итогам 1 квартала, когда рентабельность по EBITDA снизилась до 3,6%, можно предположить, что рентабельность компании была ниже, чем у конкурентов.

Внимание к долгам

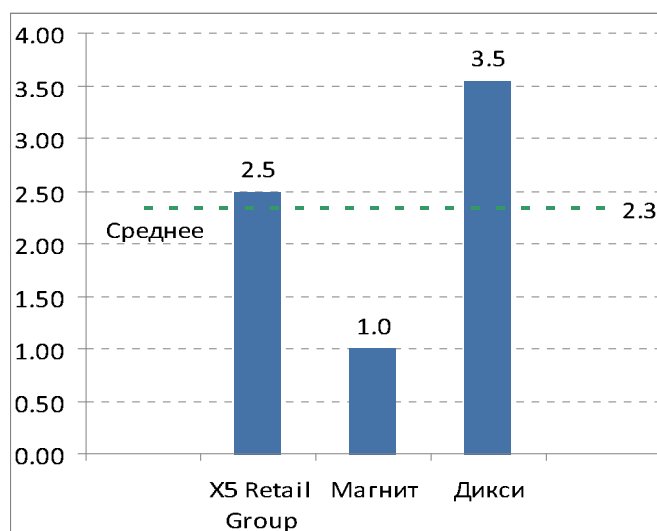
В годы бурного роста как экономики в целом, так и рынка розницы в частности, компании были в первую очередь сосредоточены на расширении розничных сетей, поддержании высоких темпов роста выручки и укреплении своего положения на рынке. Агрессивное развитие часто требовало существенного финансирования, в том числе и заемного, что приводило к росту долговой нагрузки ритейлеров. Однако пока это сопровождалось ростом операционных и финансовых показателей, в том числе денежного потока, это не было основной проблемой. Кроме того, и стоимость долга, особенно для крупных компаний, была достаточно невысока.

Однако во втором полугодии 2008 года ситуация значительно изменилась. Сложная ситуация на рынках капитала, сопровождавшаяся кризисом ликвидности, привела к существенному росту стоимости заемных средств и резкому сокращению возможностей для рефинансирования. И в этих условиях значение уровня долговой нагрузки существенно выросло. Отметим, что значение имеет не только величина долга, но и структура обязательств. Девальвация рубля привела к тому, что выраженная в рублях стоимость валютных долговых обязательств выросла весьма существенно, так что компаниям, имевшим кредиты, номинированные в иностранной валюте, стало гораздо труднее их и погашать, и обслуживать.

Прошедший год был богат на дефолты по облигациям российских компаний, среди которых было немало и ритейлеров. В частности, дефолты допустили такие компании как «Седьмой континент», Аптечная сеть «36,6», холдинг «Марта», «Банана-мама». Многие ритейлеры также испытывали большие трудности с расчетами с банками и поставщиками. В некоторых случаях это привело к смене владельцев, например, Сбербанк получил контроль над сетью «Мосмарт». Ряд компаний холдинга «Марта» были проданы, а оставшиеся проходят процедуру банкротства. В отношении розничной сети «Алпи» введена процедура наблюдения. Долгое время обсуждалась информация о готовящейся сделке по покупке сети «Седьмой континент» французским ритейлером Carrefour, однако судя по имеющейся информации, стороны пока так и не договорились.

Определенную поддержку в кризисных условиях оказало розничному рынку государство. В конце 2008 года в перечень для господдержки было внесено 7 компаний розничной торговли: X5 Retail Group, «Магнит», «Дикси Групп», «Лента», «Седьмой континент», «Виктория» и «Копейка». Ряду ритейлеров были открыты кредитные линии в ВТБ и Сбербанке.

Долг/ЕБИТДА ритейлеров



* X5 Retail Group и «Магнит» - данные 1 полугодия 2009 года, «Дикси» - 1 квартала 2009
Источник: данные компаний

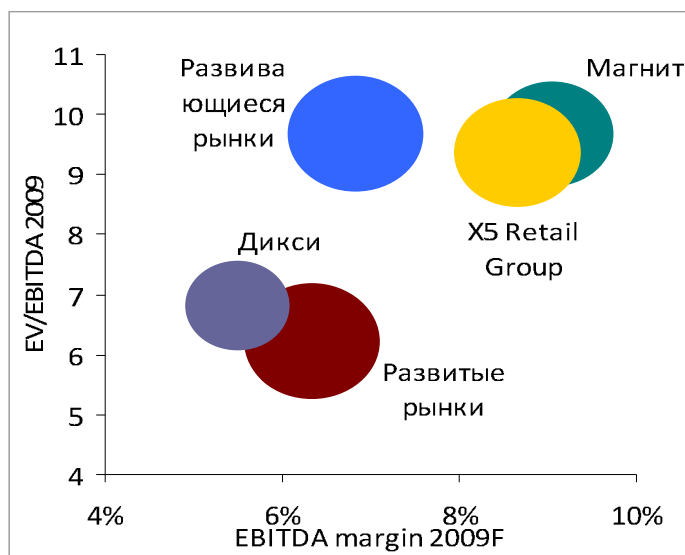
Среди рассматриваемых нами компаний в наиболее выигрышном положении находится «Магнит». Долговая нагрузка компании самая низкая среди конкурентов, а кроме того, обязательства компании почти полностью рублевые, по итогам 1 полугодия 2009 года на них приходилось 86% совокупного долга. X5 Retail Group снизила долю обязательств в долларах в 1 полугодии до 56% по сравнению с 63% в конце прошлого года.

Сравнение с аналогами

Мы сравнили рыночные мультипликаторы X5 Retail Group, «Дикси» и «Магнита» с показателями розничных компаний, работающих на развитых и развивающихся рынках.

Компания	MCAP, \$	EV, \$ млн.	EBITDA	P/S		EV/EBITDA		P/E	
	млн.		margin	2008	2009П	2008	2009П	2008	2009П
X5 Retail Group	4994	6820	8.70%	0.6	0.6	8.9	9.3	-	35.8
Магнит	4181	4618	9.10%	0.8	0.8	11.5	9.7	22.2	17.2
Дикси	427	689	5.50%	0.2	0.2	6.1	6.8	-	80.9
Среднее			7.80%	0.5	0.5	8.8	8.6	22.2	44.6
Развитые рынки									
Carrefour	32412	43770	5.40%	0.3	0.3	5.8	6.6	17.4	17.5
Tesco	48163	65043	8.20%	0.5	0.5	9	8.2	12.8	12.4
Weis Markets	851	738	6.00%	0.4	0.3	6	4.9	18.1	13.5
Metro AG	17894	30104	4.80%	0.2	0.2	6.3	6.7	30.3	16.4
Walmart	201845	240904	7.50%	0.5	0.5	8.2	7.8	15.1	14.6
Sainsbury	9776	12213	5.70%	0.3	0.3	6.7	6.5	20	14.3
Casino Guichard	8245	16876	6.70%	0.2	0.2	6	6.2	11.3	11.7
Delhaize Group	6670	9939	7.40%	0.2	0.2	4.9	4.6	9.8	9.5
Kroger	14267	21626	5.40%	0.2	0.2	5.6	5.2	11.4	10.6
Safeway	8130	13339	6.30%	0.2	0.2	4.5	5.2	8.4	10.9
Среднее			6.30%	0.3	0.3	6.3	6.2	15.5	13.1
Развивающиеся рынки									
Lianhua supermarket	1229	580	4.00%	0.4	0.3	9.2	4.1	22	19.6
Alfa-Beta Vassilopoulos S.A.	617	821	6.40%	0.3	0.3	8	5.9	12.9	10
Pick'N Pay stores	2442	2430	4.80%	0.4	0.3	9.1	7.1	20.2	16.3
Wumart Stores	1971	1861	8.20%	1.6	1.3	28.7	14.4	27.9	30.1
Controladora Comercial Mexicana	729	1573	7.60%	0.2	0.2	4.3	4.8		
Migros	2475	1862	7.00%	0.6	0.7	6.3	7.2	12.3	15.8
Wal-Mart de Mexico	30233	29398	9.80%	1.4	1.5	13.7	14.8	23	25.3
Dairy Farm	7950	8044	7.90%	1.2	1.1	15.9	14.5	23.9	23
Bim Birlesik	2802	2743	5.20%	0.9	0.8	18.9	14.3	32	22.2
Cencosud	5936	8779	6.80%	0.5	0.5	10.3	11.3	19.4	23.9
Ср All Plc	2506	1895	7.50%	0.7	0.8	15.4	7.7	25.3	19.8
Среднее			6.80%	0.7	0.7	12.7	9.7	21.9	20.6
Премия/дисконт к развитым				83%	86%	40%	39%	44%	240%
Премия/дисконт к развивающимся				-28%	-23%	-31%	-11%	2%	117%
Данные: ИК Проспект, Bloomberg									

Российские ритейлеры торгуются дороже компаний развитых рынков, что вполне объяснимо более высокими темпами роста. По сравнению с компаниями развивающихся рынков российские игроки выглядят недооцененными, и на наш взгляд, такой дисконт не совсем справедлив, хотя бы потому, что эффективность деятельности российских ритейлеров выше. Прогнозируемая рентабельность по EBITDA у отечественных компаний в среднем составляет 7,8%, тогда как у компаний развивающихся рынков – 6,8%, а развитых – 6,3%.



Источник: Bloomberg, ИК «Проспект»

Среди публичных российских ритейлеров дешевле всего торгуется «Дикси». По нашему мнению, это в основном связано с не самыми удачными результатами работы компании в текущем году, в частности, существенным замедлением темпов роста продаж в 1 полугодии. Но если компания сумеет реализовать свой прогноз и улучшить результаты работы по итогам 3 и 4 квартала года, то разрыв вполне может сократиться.

Вывод. Мы предполагаем, что акции публичных российских ритейлеров имеют потенциал роста и рекомендуем включить их в портфель.

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Парфенов Дмитрий
Начальник отдела / Металлургия
Доб. тел.: 6139
parfenov@prospect.com.ru

Самарец Ольга
Потребительский сектор
Доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Габбасов Роман
Электроэнергетика
Доб. тел.: 6156
gabbasov@prsp.ru

Тычкова Ольга
Транспорт
Доб. тел.: 6114
tychkova@prospect.com.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363

Лобанов Александр
Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина
kuznetsova@prospect.com.ru

Хмельник Михаил
hop@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина
skat@prsp.ru

Зуев Дмитрий
zouev@prospect.com.ru

Билялов Энвер
bilyalov@prospect.com.ru

Гусев Николай
ngusev@prospect.com.ru

Брокерская группа «Проспект»
119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6
Тел.: +7 (095) 937 3363
Факс: +7 (095) 937 3360
www.prospect.com.ru
www.itinvest.ru
www.prospect.com.ua
www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.
Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.
Брокерская группа «Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.
Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.
Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.
Брокерская группа «Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции,
а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.
Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Проспект».
Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Проспект» не допускается.