

Обувь России – испанский сапожок для инвестора ?

Справедливая оферта.

Да , друзья мои , я решил сразу замахнуться практически на Вильяма нашего Шекспира . Неоднократно признавался в симпатиях данной компании , давно держу ее облигации , и уже не первый выпуск и не планирую пока с ними расставаться , так как старый друг как известно лучше новых двух. Но три события просто напросто заставили меня засучить рукава и сделать беспристрастный разбор эмитента. Первое – это конечно же возобновление 23 декабря 2019 года рейтинга , да еще одного из самых высоких из эмитентов ВДО , шутка ли рейтинговое агентство "Эксперт РА" присвоило ООО "Обувь России" рейтинг кредитоспособности на уровне "ruBBB+", прогноз по рейтингу - "стабильный", сообщается в пресс-релизе агентства. А тут как раз становится известно , что с октября 2020 года Мосбиржа планирует ввести сплошное рейтингование новых эмитентов , но возникает вопрос – дает ли право инвестору получение рейтинга эмитентом отключить мозг и покупать , покупать , отбросив любую аналитическую работу . Я не стану проводить параллели с экстремальными историями, типа Сибирского Гостинца с рейтингом А – методология изменилась , конъюнктура рынка изменилась. Эмитент в Секторе Роста. Но все-таки? Почему скажем так размещение проходит как практически чисто розничное , почему условные институционалы изначально не прельстились достойной ставкой 12%. Второе – выход 20 декабря 2019 года путеводителя инвестора http://obuvrus.ru/upload/iblock/000/20191219_putevoditel.pdf . Я конечно все понимаю : сам себя не похвалишь - никто не похвалит , но от количества меда в документе у меня все начало слипаться. И третье – в январе оферта. Не слышали ? Нет, я не про эмитента на букву Д , а про компанию Обувь России , которой 30 января 2020 года предстоит исполнение оферты на 800 млн. руб. (часть облигаций на 200 млн. была выкуплена ранее) по выпуску ОБУВЬРУС-БО-07 <https://bonds.finam.ru/issue/details01D8A00003/default.asp> , который с 18 декабря 2019 года стал выпуском Обувь России в связи с заменой эмитента . По неподтвержденным данным весь этот выпуск сосредоточен в руках одного новоявленного госбанка. Достоверных данных о его планах по предъявлению бумаг по оферте у меня также нет. Я делаю скромное предположение , что размещение нового выпуска и все недавно предпринятые эмитентом безусловно правильные действия по работе с инвесторами , ставят целью оперативно собрать средства для прохождения этой оферты !

На игле . Кредитной .

“ Как отмечает агентство, на 30 июня 2019 (отчетная дата) компания находилась на исторически максимальном уровне лeverиджа, что сдерживает рейтинговую оценку. В 2020 году компания планирует рост выручки и EBITDA от открытых в течение 2018-2019 годах магазинов, за счет чего ожидается возврат лeverиджа на уровень ниже 3,2x и полное рефинансирование краткосрочного долга. Планы компании предусматривают начало погашения долга в 2021 году с выходом магазинов на уровень окупаемости. Финансовая модель компании, предоставленная агентству, подразумевает снижение долга на 1,5 млрд рублей в 2021 году в случае выполнения планов по росту EBITDA и с учетом выплат дивидендов.” Конец цитаты. Перевожу на наш облигационский – долгосрочный долг практически не изменился , краткосрочный же вырос на 30+% или в абсолютном на 1,2 млрд. руб , а ООО "Обувьрус" приняло решение досрочно погасить биржевые облигации серии БО-01 на 1,5 млрд. руб . Облигации были досрочно погашены в дату окончания 4-го купонного периода - 17 июля 2019 года. Уже после отчетной даты . Соответственно предыдущий выпуск на 1,5 млрд. руб , размещенный 15 октября , замещает погашенный летом выпуск , а новый , который размещается сейчас , тот , который вероятно погасится по оферте в январе . Значит опять-таки вероятно эмитенту , чтобы обеспечить наполеоновские планы развития , необходимо будет еще занимать и занимать много . Антон Титов в интервью Angry Bonds видит оптимальную структуру долга, сформированную на 1/3 облигационными займам и 2/3 кредитами банков. При такой структуре долга по моим подсчетам облигационный долг должен составлять порядка 4 млрд руб.

15. Процентные кредиты и займы

	30 июня 2019 г. (неаудированные)	31 декабря 2018 г.
Долгосрочные кредиты и займы		
Кредиты, полученные у банков	5 099 096	4 388 694
Облигационные займы	–	599 763
Итого	5 099 096	4 988 457
Краткосрочные кредиты и займы		
Кредиты полученные у банков	3 168 205	1 546 727
Облигационные займы	1 981 899	2 391 622
Займы полученные у организаций	1 378	1 159
Итого	5 151 482	3 939 508

Кредиты, полученные у банков, выражены в рублях. По данным кредитам начислялись проценты по ставке от 9,68% до 10,7% годовых (2018 год: от 9,68% до 10,56%). Долгосрочные кредиты, полученные у банков, подлежат погашению в течение 2020-2023 годов.

А так как в отчетности по МСФО указано, что часть долгосрочных займов погашается в 2020м году, эмитент вероятно в 2020м году выйдет на рынок еще раз, и пока о сокращении долговой нагрузки, безусловно сильной, пока речь не идет. “По расчетам агентства, ликвидность компании находится на высоком уровне. На горизонте 18 месяцев от отчетной даты общий объем доступной ликвидности с учетом невыбранных кредитных линий компании превышает расходы, необходимые для финансирования своей деятельности и рефинансирования краткосрочного долга на временном горизонте до конца 2020 года с учетом выплат дивидендов, что отражается в положительной оценке прогнозной ликвидности.” Еще из пресс-релиза по рейтингу - “В 2020 году компания планирует рост выручки и EBITDA от открытых в течение 2018-2019 годах магазинов, за счет чего ожидается возврат леввериджа на уровень ниже 3,2x и полное рефинансирование краткосрочного долга. Планы компании предусматривают начало погашения долга в 2021 году с выходом магазинов на уровень окупаемости. Финансовая модель компании, предоставленная агентству, подразумевает снижение долга на 1,5 млрд рублей в 2021 году в случае выполнения планов по росту EBITDA и с учетом выплат дивидендов.” То есть на 2020й год возможности занять еще есть – и у банков из невыбранных линий, и на рынке, а дальше посмотрим. Ну и я тоже решил посмотреть.

Этот ОР у нас песней зовется ...

Что делает настоящий облигационер-детектив, правильно, идет смотреть магазины. А если нет точек эмитента – иду к конкурентам. У меня в городе практически все обувные магазины сосредоточены на одном участке улицы, назовем ее условно обувная миля. Так вот чисто визуально цена средней пары обуви упала за последний год процентов на 30. Магазины конкурентов завалены дешевой китайской и восточноевропейской продукцией. В интервью Антона Титов говорит, что в течение 2018-2019 гг. наблюдают положительную динамику среднего чека. По итогам 2018 года он вырос на 0,7%, по итогам 9 месяцев 2019 года — на 1,8%. По прогнозам на 2020-2022 года средний чек будет находиться на уровне 2019 года. Я не разделяю подобного оптимизма, думаю с укреплением рубля и средний чек будет ощутимо ниже, ценовая конкуренция усиливается, около 70% ассортимента ОР приходилось на импорт, так что здесь думаю увидим дефляционные процессы, при этом располагаемые доходы населения падают пятый год подряд и на этом фоне прогноз возврата рынка к потреблению 3-4 пар обуви на человека в год выглядит излишне оптимистичным. Кроме того знаменитые запасы (о них погорим отдельно ибо "Эксперт РА" в своем пресс-релизе не удостоил эту важную на мой взгляд тему своим вниманием) сделаны на гораздо более высоком уровне курса доллара, и соответственно снизят способность компании к ценовой конкуренции и маржинальность. Кроме того решение увеличивать площади оффлайн-ритейла в мире победившего Амазона выглядит более чем спорным. Если мы обратимся к отчетности по сегментам, то рост продаж в опте составил 34%, а рост в рознице – 9,7%. Если так здорово растет опт, для чего тогда нужно такое масштабное увеличение розничных точек с 727 до 915 точек, мне например не понятно.

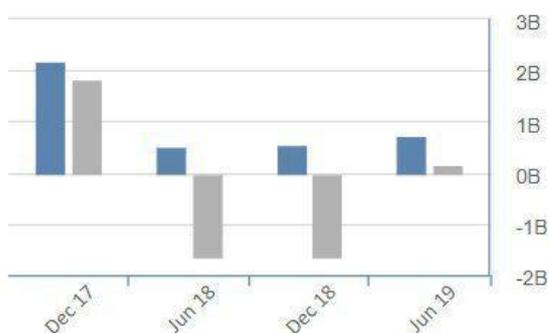
3. Выручка

	6 месяцев 2019 г. (неаудиро- ванные)	6 месяцев 2018 г. (неаудиро- ванные)
Выручка от розничной реализации товаров	2 704 333	2 464 076
Выручка от оптовой реализации товаров	1 760 046	1 310 196
Доходы от деятельности по выдаче денежных займов	919 733	718 583
Итого	5 384 112	4 492 855

Кстати наш эмитент постоянно участвует в тендерах на поставку обуви для госкомпаний , выигрывает очень мало и это направление деятельности никак не отражается на росте продаж и выручки .

Что же мы наблюдаем в отчетности , если кратко – долг растет (об этом выше) , рентабельность падает , денежный поток от операционной деятельности отрицательный , планы роста выручки наполеоновские . Компания сжигает деньги рекордными темпами и если до этого это были средства от IPO , то сейчас это будут займы , облигационные в том числе , то есть наши с вами деньги . Чем плох отрицательный поток – компании может не хватить денег даже на покрытие процентов по долгам. Да что там говорить , при плохом раскладе может не хватить на купон , если негде будет перехватить денег. Обратный капитал компании тонет в запасах , на которые оказывается обращать внимание рейтинговое агентство.

Отчет о движении денежных средств ОБУВ »



Денежный поток на акцию TTM	14,25
Доход на акцию TTM	110,09
Операционные денежные средства	-16,75%

■ Денежные средства
■ Чистое изменение денежных средств

Период до:	30.06.2019	31.12.2018	30.06.2018	31.12.2017
Период:	6 Месяцы	12 Месяцы	6 Месяцы	12 Месяцы
Денежные средства от операционной деятельности	-1058,62	-3446,5	-1791,29	-2747,29
Денежные средства использованные для инвестиционной деятельности	-54,72	70,66	219,17	-348,31
Денежные средства, использованные в финансовой деятельности	1290,57	1743,03	-88,42	4912,23
Чистое изменение денежных средств	177,23	-1632,81	-1660,55	1816,62

* В млн. RUB (за исключением акций)

Рис1 Денежный поток компании хронически отрицателен



Рис. 2 Мы наблюдаем рост выручки, но хотя компания прибыльна, прибыль стагнирует.



Рис. 3 Активы растут (в первую очередь за счет запасов), долги растут гораздо быстрее

Активы ОР (ОбувьРус)

Отчетный период	2014	2015	2016	2017	2018	2 кв 19
Капитализация	9 892	9 892	9 892	13 906	5 907	4 624
Капитал	2 552	4 068	5 283	12 014	13 046	13 101
Капитал акционеров			5 283	12 014	13 046	13 101
Краткосрочные обязательства	3 709	2 946	5 323	1 407	4 769	6 321
Долгосрочные обязательства	3 188	4 455	3 270	6 220	5 055	5 216
Итого обязательства	6 897	7 401	8 593	7 627	9 824	11 537
Кредиты и займы	5 390	6 020	7 341	6 901	8 928	10 251
Денежные средства и эквиваленты	292	287	352	2 169	536	713
Чистый долг	5 098	5 732	6 989	4 732	8 392	9 537
Активы	9 449	11 469	13 876	19 641	22 870	24 638

Рис. 4 Долг растет, капитализация с 2017 года сложилась почти в 3 раза

Рентабельность ОР (ОбувьРус)						
Отчетный период	2014	2015	2016	2017	2018	2019q2
ROA	8.95%	14.05%	9.33%	7.82%	6.27%	5.65%
ROE	33.42%	57.57%	29.07%	24.80%	11.09%	10.28%
ROS	8.32%	16.04%	11.87%	12.13%	11.53%	10.78%

Рис 5 Рентабельность падает по всем фронтам , рентабельность активов обвалилась

Я бы не был так резок в выражениях , как коллега https://t.me/intrinsic_value/326 , но здоровое зерно тут безусловно есть , оборотный капитал компании ежегодно сокращается и компании нужно будет постоянно занимать . Пока выхода из этого порочного круга не видно.

Update . По самым последним данным на конец 2019 года долг компании составил 12,8 млрд. , чистый долг – 11,8 млрд. рублей. Скорость сжигания денег не уменьшилась . В 2019м году по меньшей мере 3,4 млрд. рублей долга снова были переработаны в запасы !

Старшина запасов .

Из интервью “По итогам 9 месяцев 2019 года доля сопутствующих товаров в розничной выручке составила 36,5%, однако это не предел для роста. В ноябре 2019 года мы анонсировали новый проект — мы переходим на формат взаимодействия с поставщиками по модели маркетплейса и будем дальше расширять ассортимент товаров за счет новых категорий. В результате номенклатура товаров расширится в два раза. Это позволит нам увеличить выручку действующих магазинов на 30%, конверсию в покупки в 1,5 раза, а также сгладить сезонность, которая характеризует обувной ритейл. Целевым показателем доли сопутствующих товаров в розничной выручке на период 2020-2022 гг. для нас является 55-60%.” То есть Обувь России постепенно превращается в условные Товары России. Выручка растет на 19,8% , но и запасы снова растут, растут на 18,4% процентов за год с 10,142 млрд на конец 2018 года до 12 млрд. . С учетом роста точек с конца 2018 года на 25,8% в целом рост запасов выглядит оправданным , но вопрос зачем они вообще нужны в масштабе половины активов?

11. Запасы

	30 июня 2019 г. (неаудированные)	31 декабря 2018 г.
Сырье и материалы	156 399	143 005
Незавершенное производство	12 522	10 751
Готовая продукция и товары для перепродажи	11 840 970	9 989 002
Итого	12 009 891	10 142 758

Резерв по списанию готовой продукции и товаров для перепродажи до чистой стоимости реализации составил 31 101 (30 июня 2018 г.: 21 296).

Изложу несколько конспирологических теорий , для чего это может быть нужно :

- 1) Брак не по расчету – по словам одного из коллег , работавшего ранее в обувном бизнесе , доля бракованной продукции по обуви может превышать 20% . Как вариант в запасах сидит брак , который надо просто напросто списать . Вероятно там же находятся и устаревшие модели , но как мне кажется , с хорошим дисконтом можно продать все что угодно , особенно в условиях падающих доходов населения. Так у одного размещавшегося в декабре эмитента списание накопленного брака за несколько лет съело больше половины прибыли по РСБУ за предыдущий год.
- 2) Раздутие активов , кто-то делает переоценку активов у оценщиков экстра-класса , вместо этого можно просто наращивать запасы на бумаге .
- 3) Оптимизация налогообложения . Не буду учить нехорошему , поэтому оставляю без подробных комментариев. Не особо верю в игры с НДС , так как у ОР он 10%.

Я не утверждаю , что наш эмитент делает что-то подобное , просто по старой традиции излагаю все варианты.

По словам Антона Титова : “ в следующем году не планируем экстенсивного роста, сосредоточимся на повышении эффективности магазинов, росте качественных показателей, таких как выручка с метра квадратного, конверсия и т.д. Таким образом, начиная с 2020 года со стабилизацией размера розничной сети произойдет и стабилизация объема товарных запасов.” То есть надо зафиксировать обещание сокращения запасов к концу 2020 года и следить за его исполнением. Хотя как тогда быть с удвоением числа SKU в 2020м году не понятно , ибо как мне кажется одно противоречит другому.

Особое мнение @poor_poor_cat .

В целом – ситуация с запасами понятна. На каждый новый магазин нужно порядка 10-12 млн. руб. запасов (на пешеход – 16). На мощность магазины выходят только на 3-ий год существования, на 2-ой год – 80%, 1-ый – 60% . По сути запасы для Обуви – это аналог капекса (то есть капитальных затрат , поскольку как такового чистого капекса нет). Все коллекции Компания авансирует за год вперед (избегая валютного риска). Судя по всему, никаких бухгалтерских фокусов с запасами нет, а есть просто прожигание кэша в связи с большой потребностью в оборотном капитале. Радует обещание Титова уже с 2020 не открывать новых магазинов. **По его словам, максимума запасы могут достигнуть 15 млрд. (по моим расчетам примерно 13.0-13.5 млрд. на конец 2019!!!)**. Если с 2020 года

у них запасы не растут, а выручка вырастает с количеством магазинов хотя бы до 18.5 млрд— есть шансы , что денежный поток выходит в ноль и становится даже положительным.

Занимательная арифметика.

Удивительной частью структуры Обуви России является МКК Арифметика , которая выдает займы физическим лицам . Сразу возникает вопрос – значимый ли это бизнес для ОР . Доля займов в выручке за 1е полугодие 2019 года составила 17%. Так что считаю вполне значимый. Из интервью Angry Bonds : “На середину 2019 г. группа ОР выдала займы 2 052 млн. руб., из которых 900 млн. руб. просрочены на 91 и более дней, т.е. фактически безнадежны к взысканию, однако резерв сформирован только на 760 млн. руб. Аналогичная ситуация с просроченными процентами – 1 105 млн. руб. просрочены на срок свыше 90 дней, но резерв сформирован только на 896 млн. руб. Итого, общая сумма доначисления резервов по основному долгу и процентам может составить 349 млн. руб.” И ответ : “ Разница в суммах просроченной задолженности и начисленного резерва – это наиболее вероятный объем просрочки, который компания ожидает взыскать.” Позволю себе поставить под сомнение это утверждение. Давайте порассуждаем – в абсолюте просрочена почти половина выданных займов . А все почему – мне кажется секрет кроется в самих заемщиках , ибо люди , берущие займы на обувь либо доведены до отчаяния , либо вовсе не собираются их возвращать . Цитата : “займы выдаются только лицам, воспользовавшимся ранее услугой Рассрочки платежа в магазинах Группы, то есть имеющих положительную кредитную историю в компании, «Обувь России», работая по качественной закрытой клиентской базе, имеет возможность предлагать клиентам займы по ставкам, определенным с учетом низкой стоимости риска, существенно ниже пороговых значений, установленных ЦБ.” То есть мы узнаем , что компания мало того дает беспроцентную рассрочку , пользуясь при этом кредитами и облигационными займами. Так еще и лояльные покупатели массово (на миллиард рублей) сбегают с деньгами компании ! И хотя просрочка по займам явно накоплена не за один год , считаю , будет честным записать эти 349 млн. резерва в безвозвратные потери.

Денежные займы выданные физическим лицам	2 052 849	1 750 963
<i>не просроченные и не обесцененные</i>	1 038 954	841 083
<i>с задержкой платежа от 1 до 90 дней</i>	113 212	64 557
<i>с задержкой платежа от 91 до 540 дней</i>	238 020	221 158
<i>с задержкой платежа более 540 дней</i>	662 663	624 165
Оценочный резерв по ожидаемым кредитным убыткам по денежным займам	(760 700)	(696 808)
Балансовая стоимость	1 292 149	1 054 155

Вместо послесловия . Чеклист по Обуви России

- 1 Следим за прохождением оферты в январе .
- 2 Следим за динамикой выручки .
- 3 Следим за выходом операционного кэш флоу в положительную зону .
- 4 Следим за заимствованиями и долговой нагрузкой
- 5 Следим за сокращением запасов .
- 6 Ждем сокращения просрочки по выданным МКК Арифметика займам .

Еще раз повторяюсь – мне очень нравится компания Обувь России , я надеюсь , что мое небольшое исследование позволит инвесторам объективнее оценить ее , а самой компании стать чуточку лучше. Я надеюсь , что негативные процессы не разовьются и облигации компании не станут капканом , испанским сапожком для инвесторов , как это произошло в акциях ОР. Тезис о сокращении дивергенции в доходности выпусков Обуви России и Азбуки Вкуса , которая , напомним , тоже имеет отрицательный кэш флоу , но гораздо меньшую доходность, я считаю преждевременным <https://t.me/probonds/2914> , а существенный апсайд в выпусках облигаций ОР маловероятным в связи большим рыночным предложением бумаг ОР и малой долей институциональных инвесторов , хотя надо признать соотношение риск/доходность на данный момент кажется мне адекватным. Уровень ставок по кредитам ОР обозначен как 9,68 -10,56% , поэтому премию в доходности до 12% по облигациям без обеспечения считаю актуальной. При сходим с Азбукой Вкуса кредитным качеством можно вполне объяснить такое расхождение рыночной ситуацией. Опять-таки я считаю , что в случае выкупа бумаг на оферте в январе компании снова придется занимать на рынке или задействовать свободный остаток кредитных линий.

Многие из нас с компанией давно в одной лодке . Не перестаем следить за развитием и , надеемся, улучшениями , не ограничиваясь чтением пресс-релиза рейтингового агентства . Это действительно уникальный бизнес и реальное высокотехнологичное производство , открытый к общению с инвесторами профессиональный менеджмент , давайте поможем ему и себе заработать и не потерять.