


Аналитический обзор: ПАО «Обувь России»

03 апреля 2020 года

Николай Дадонов, CFA  @nkdar

Отрасль – розничная и оптовая торговля обувью и одеждой, микрофинансовая деятельность

Эмитент – ООО «Обувь России», 100% дочерняя компании ПАО «Обувь России»

Поручитель по выпускам – ПАО «Обувь России»

Рейтинг – ruBBB+, прогноз стабильный (23.12.2019, Эксперт РА)

Выпуск – 001-P01 (RU000A100V61), в обращении на дату отчета 1 500 млн. руб., погашение

23.12.2021 - 22.09.2022, квартальный купон 12%

Выпуск – 001-P02 (RU000A1015P6), в обращении на дату отчета 1 000 млн. руб., погашение

27.02.2022 - 14.11.2024, квартальный купон 12%

I. Резюме

ПАО «Обувь России» (ОР) является одним из крупнейших эмитентов сегмента российских высокодоходных облигаций – в обращении находятся биржевые облигации суммарной номинальной стоимостью 2,5 млрд. руб. Кроме того 32% акций ПАО «ОР» находятся в свободном обращении на Московской бирже (МСХ: OBUV).

Сильными сторонами бизнеса эмитента являются:

1. **лидирующие позиции** среди обувных сетей РФ по числу магазинов (второе место в августе 2019 г., 908 магазинов на 31.12.2019)
2. **рост выручки** (+19% в 2019 г., +7% в 2018 г.)
3. стабильная **положительная рентабельность** в течение 2015-2019 гг.
4. **значительный собственный капитал** по бухгалтерской стоимости (52% стоимости активов)
5. наличие на 31.12.2019 г. неиспользованных **кредитных лимитов** на 3,3 млрд. руб.

Факторы, увеличивающие риски по облигациям ОР:

1. **стагнация обувного рынка** из-за низкой платежеспособности населения, ситуация будет ухудшаться в 2020 г. из-за девальвации рубля и карантинных мер, вызванных пандемией коронавируса
2. **непропорциональное наращивание запасов** готовой продукции и товаров для перепродажи, что обуславливает **дефицит денежных средств от текущей деятельности** (2,7-3,4 млрд. руб. ежегодно в 2017-2019 гг.)
3. **дальнейшее покрытие дефицита денежных средств за счет увеличения финансового долга ограничено** облигационной ковенантой «Чистый финансовый долг/ЕБИТДА», а также предположительно более консервативной кредитной политикой банков в новых экономических условиях
4. в составе долгового портфеля на 31.12.2019 г. **преобладает краткосрочный долг** (65%), рефинансирование которого в текущих условиях может быть затруднено
5. высокий риск дополнительного **обесценения портфеля необеспеченных займов** физическим лицам, как по уже просроченным займам, так и в связи с возможным ростом просрочек, что приведет к снижению ЕБИТДА.

Учитывая тенденцию нескольких последних лет (особенно 2018-2019 гг.), а также негативные внешние события, проявившиеся в начале 2020 г., показатели рентабельности эмитента в 2020 г. будут находиться под серьезным давлением, а дефицит операционного денежного потока может составить не менее 3 млрд. руб. При этом критическое значение для эмитента имеет значение

ANGRY BONDS

ковенанты «Финансовый долг/ЕБИТДА», которая при превышении уровня 4,0 предоставляет держателям облигаций право требовать досрочного погашения бумаг. Значение показателя по итогам 2019 г. составляет 3,33, что при прочих равных условиях дает возможность эмитенту увеличить чистый финансовый долг на сумму не более чем на 2,35 млрд. руб. или допустить снижение ЕБИТДА до уровня не ниже 2,93 млрд руб. (т.е. не более чем на 17%).

Мы считаем, что снижению рисков по облигационным обязательствам ПАО «ОР» будет способствовать осуществление эмитентом следующей программы мер:

1. поддержание величины валовой прибыли на уровне не ниже 2019 г. (7,5 млрд. руб.)
2. сокращение запасов за счет их реализации по цене не ниже 80% балансовой стоимости с направлением средств на погашение задолженности по кредитам
3. снижение коммерческих расходов (3,3 млрд. в 2019 г.) не менее чем на 10%, в первую очередь за счет сокращения расходов на аренду (по 1,4 млрд. в 2018 и 2019 гг.)
4. наращивание кредиторской задолженности на сумму до 1 млрд. руб. за счет замедления её оборачиваемости с нынешних 16 дней до 40 дней
5. пролонгация текущего портфеля банковских кредитов на срок не менее 1 года, а также привлечение новых кредитов на сумму 1-1,5 млрд. руб.
6. недопущение списания задолженности по микрофинансовой деятельности на сумму более 800 млн. руб.
7. отказ от выплаты дивидендов как минимум в 2020-2021 гг.
8. более взвешенная политика роста количества магазинов.

Инвесторам рекомендуется отслеживать указанные параметры при принятии инвестиционных решений.

II. Детальный анализ

II.1. Основные финансовые показатели, млн. руб.

(источник: отчетность эмитента, расчеты Angry Bonds)

Показатель	2019	2018	2017	2016	2015
Выручка	13 702	11 554	10 801	9 965	9 156
в т.ч. от розничной реализации товаров	6 872	6 660	7 078	7 663	6 844
от оптовой реализации товаров	4 703	3 381	2 224	825	948
от выдачи займов	2 128	1 514	1 500	1 478	1 364
Прибыль до налогообложения	2 124	1 772	1 497	1 330	1 676
Чистые финансовые расходы	1 118	819	975	993	793
Амортизация	271	263	264	217	133
ЕБИТДА*	3 513	2 855	2 737	2 540	2 602
ЕБИТ	3 242	2 592	2 472	2 323	2 469
Чистая прибыль	1 687	1 332	1 310	1 183	1 469
Чистый финансовый долг	11 702	8 392	4 732	6 989	5 732
Операционный денежный поток	(2 894)	(3 447)	(2 733)	(788)	41
Активы на конец периода	28 001	22 870	19 641	13 876	11 469
Собственный капитал на конец периода (бухг)	14 466	13 046	12 014	5 283	4 068
Рыночная капитализация на конец периода	4 861	5 471	13 672	-	-
EV	16 563	13 863	18 404	-	-

* Рассчитано в соответствии с п.9.5.1 условий выпуска облигаций

II.2. Рыночное положение эмитента

Доля выручки	2019	2018	2017	2016	2015
Доля розничной реализации товаров в выручке	50%	58%	66%	77%	75%
Доля оптовой реализации товаров в выручке	34%	29%	21%	8%	10%
Доля доходов от выдачи займов в выручке	16%	13%	14%	15%	15%
Всего	100%	100%	100%	100%	100%
Количество магазинов на конец года	908	727	535	452	450

В августе 2019 г. эмитент занимал второе место в РФ среди обувных сетей¹ по количеству открытых магазинов с 869 точками продаж, количество которых к концу 2019 г. увеличилось до 908. При этом

¹ <https://marketmedia.ru/media-content/top-10-obuvnykh-setey/>

доля розничных продаж эмитента сократилась в течение 2015-2019 гг. с 75% до 50%, а доля оптовых продаж продолжила рост и достигла 34%. На реализацию товаров приходится в целом 85% выручки и 68% EBITDA. Третий компонент бизнеса (16% выручки и 32% EBITDA) составляет микрофинансовая деятельность, осуществляемая через МКК «Арифметика». По данным Эксперт-РА на середину 2019 г.² МКК «Арифметика» занимала восьмое место среди российских МФО по общей величине портфеля микрозаймов (1868 млн. руб.) и четвертое место среди МФО по величине портфеля потребительских микрозаймов (1827 млн. руб.) и второе место по объемам выдачи потребительских микрозаймов в первом полугодии 2019 г. (2216 млн. руб.).

II.3. Финансовый анализ

Анализ ликвидности (источник: отчетность эмитента, расчеты Angry Bonds)

Показатели ликвидности	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
Текущий коэффициент ликвидности	2,81	4,28	12,30	2,20	3,23
Быстрый коэффициент ликвидности	0,97	1,86	6,63	0,82	1,13
Мгновенный коэффициент ликвидности	0,08	0,11	1,54	0,07	0,10

Расчетные показатели ликвидности эмитента на конец 2019 г. заметно ухудшились по сравнению с предыдущими двумя годами, что стало следствием наращивания краткосрочных обязательств, прежде всего в части задолженности по кредитам и займам.

Анализ финансовой устойчивости (источник: отчетность эмитента, рыночные данные, расчеты Angry Bonds)

Показатели фин устойчивости	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
Капитал/активы по бух стоимости	0,52	0,57	0,61	0,38	0,35
Чистый финансовый долг/активы	0,42	0,37	0,24	0,50	0,50
Краткосрочный финансовый долг/Сумм финансовый долг	0,65	0,44	0,10	0,56	0,27
Покрытие процентов (ЕБИТ/Чист фин расходы)	2,90	3,16	2,53	2,34	3,11
Чистый фин долг/ЕБИТДА	3,33	2,94	1,73	2,75	2,20
Рыночная капитализация/EV	0,29	0,39	0,74	-	-
P/B	0,34	0,42	1,14	-	-
EV/Выручка	1,21	1,20	1,70	-	-
EV/EBITDA	4,71	4,86	6,72	-	-
EV/EBIT	5,11	5,35	7,44	-	-
EV/Чистая прибыль	9,82	10,41	14,05	-	-

Значительный собственный капитал (по бухгалтерской стоимости) обеспечивает достаточно высокую, хотя и снижающуюся, долю собственного капитала в источниках финансирования - 0,52, однако пересчет по рыночной стоимости капитала (т.е. по биржевому курсу акций) дает вдвое худшее значение: доля собственного капитала в суммарной стоимости бизнеса (EV) составила 0,29 и снизилась в 2,6 раза по сравнению с 2017 г. Рыночная стоимость акций эмитента снизилась за два года в три раза – с 121 руб. в конце 2017 г. до 41 руб. в конце 2019 г. По отношению к 2017 г. чистый финансовый долг вырос на 147% (на 7 млрд. руб.), а EBITDA - лишь на 28%, что привело к ухудшению значения «Финансовый долг/EBITDA» с 1,73 до 3,33. При этом 65% суммарного финансового долга приходится на краткосрочные заимствования, что в 1,5 раза выше значения годичной давности и в 6,5 раз – значения конца 2017 г. Коэффициент покрытия финансовых расходов несколько снизился, но остается на достаточно высоком уровне – 2,47.

Анализ рентабельности (источник: отчетность эмитента, расчеты Angry Bonds)

Показатели рентабельности	2019	2018	2017	2016	2015
Валовая прибыль/Выручка	55,2%	58,8%	54,2%	58,8%	60,2%
EBITDA/Выручка	30,3%	31,5%	28,4%	29,3%	31,6%
EBIT/Выручка	20,7%	19,1%	21,7%	22,1%	24,9%
Чистая прибыль/Выручка	12,3%	11,5%	12,1%	11,9%	16,0%
Чистая прибыль/Капитал на начало года	12,9%	11,1%	24,8%	29,1%	57,6%
EBITDA/EV на начало года	29,9%	19,8%	-	-	-

Показатели рентабельности остаются на достаточно стабильном и высоком уровне. Существенное увеличение показателя EBITDA/EV произошло вследствие уменьшения значения EV, вызванного снижением рыночной капитализации компании.

Анализ деловой активности (источник: отчетность эмитента, расчеты Angry Bonds)

² <https://www.raexpert.ru/rankings/mfi/2019-1>

Показатели деловой активности	2019	2018	2017	2016	2015
Оборот запасов, дней	734	635	460	496	471
Оборот деб. задолженности (включая авансы), дней	256	278	216	146	131
Оборот кред. задолженности, дней	16	15	45	71	93
Чистый операционный цикл	974	898	631	571	508
Оборачиваемость активов	0,49	0,51	0,55	0,72	0,80
Запасы на конец года, млн. руб.	14 560	10 143	6 445	6 036	5 115
Чистый оборотный капитал на конец года, млн. руб.	16 362	15 659	15 901	6 361	6 579
Сред. чист. оборотный капитал/Выручка от торг. операций	1,38	1,57	1,20	0,76	0,70
Среднегодовые запасы/Выручка от торговых операций	0,90	0,72	0,58	0,56	0,51
Запасы на конец года/Количество магазинов, млн. руб.	16	14	12	13	11

Оборотный капитал эмитента отягощен чрезмерно высокой стоимостью запасов готовой продукции и товаров для перепродажи. Об этом свидетельствуют не только их выросшая в абсолютном выражении стоимость (+44% за год и +285% к 2015 г.), но и значительно удлинившийся цикл оборота запасов - 734 дня или +56% к 2015 г., выросшее отношение запасов к выручке от торговых операций (без учета микрофинансовой деятельности) - с 51% в 2015 г. до 90% в 2019 г., и долгосрочная отрицательная динамика оборачиваемости активов - с 0,80 в 2016 г. до 0,49 в 2019 г. Средняя стоимость запасов выросла и в расчете на один магазин (+42% по сравнению с 2015 г.). Увеличение запасов является основной предпосылкой формирования дефицита денежного потока от текущей деятельности в 2016-2019 гг. Потенциальным источником расширения оборотных средств без увеличения финансового долга является замедление оборачиваемости кредиторской задолженности: по нашим оценкам увеличение цикла оборачиваемости на один день снижает потребность во внешнем финансировании примерно на 40 млн. руб.

II.4. Качество активов и обязательств

А. По состоянию на 31.12.2019 эмитент сформировал резерв под обесценение запасов готовой продукции и товаров для перепродажи в размере 0,4% их стоимости (56 млн. руб., см. Примечание 17 к отчетности). У нас отсутствует иная информация подтверждающая или ставящая под сомнение адекватность столь низкой суммы резервирования, однако отметим, что (при прочих равных):

- формирование резерва в размере свыше 4,6% стоимости запасов уменьшило бы EBITDA до суммы ниже 2,93 млн. руб. привело бы к снижению ковенанты «Финансовый долг/EBITDA» ниже критического уровня 4
- формирование резерва в размере свыше 12% стоимости запасов привело бы к отрицательному значению чистой прибыли
- формирование резерва в размере свыше 24% стоимости запасов привело бы к отрицательному значению EBITDA

Вместе с тем реализация запасов по цене хотя бы 75-80% их балансовой стоимости с обязательным направлением средств на погашение кредитов позволила бы компенсировать снижение EBITDA сокращением финансового долга и сохранило бы значение указанной ковенанты в допустимом диапазоне.

В. По состоянию на 31.12.2019 эмитент сформировал резерв по ожидаемым кредитным убыткам по портфелю микрофинансовых необеспеченных займов физическим лицам на сумму 1806 млн. руб. (Примечание 21 к отчетности). По нашему мнению, резерв по задолженности по займам и процентам, просроченной на 31-90 дней, должен быть создан в размере 50%, а на задолженность, просроченную более 90 дней, - 100%. В этом случае дополнительная сумма обесценения портфеля может составить 535 млн. руб., однако создание такого резерва привело бы к значению ковенанты «Финансовый долг/EBITDA» к уровню 3,93, т.е. вплотную к критическому уровню. На наш взгляд, в новых экономических условиях (пандемия и девальвация) сумма просроченных займов физлицам может ещё более вырасти, что приведет к необходимости формирования соответствующих резервов.

С. Основные средства эмитента на сумму 931 млн. руб. (48% стоимости основных средств) выступают в качестве обеспечения по банковским кредитам, что ограничивает их использование для удовлетворения требований по облигациям в случае неблагоприятного развития событий.

II.5. Анализ ковенант

Список оснований (ковенант) для досрочного погашения по требованию владельцев облигаций

Ковенанта	001-P01	001-P02
Делистинг бумаг	+	+
Снижение доли ПАО «ОР» в ООО «Обувь России» ниже 50%	+	+
Нераскрытие консолидированной МСФО отчетности ПАО «ОР» за год до 30 апреля и 6 месяцев до 30 августа	+	-
Превышение соотношения «Чистый долг» к «ЕБИТДА» значения 4:1 по результатам каждого отчетного года	+	+
Вступление в силу решения суда об истребовании 600 млн. руб.	+	-
Решение о ликвидации ПАО «ОР» или ООО «ОР» или реорганизации ПАО «ОР»	+	-
Принятие в производство решения заинтересованного лица о несостоятельности ПАО «ОР» или ООО «ОР»	+	-
Просрочка более чем на 30 дней основного долга по кредитам, займам, векселям ПАО «ОР» или ООО «ОР» (кроме облигаций ООО «ОР») свыше 300 млн. руб.	+	-

В условиях, когда облигации эмитента торгуются на уровне ниже номинала (92-94% на дату подготовки обзора), критическое значение для эмитента имеет соблюдение ковенант, наступление которых влечет право держателей облигаций на досрочный выкуп и, в первую очередь, соблюдение соотношения чистого долга и ЕБИТДА. Кроме того, краткосрочный характер основной (65%) части финансового долга определяет повышенный в новых условиях риск её рефинансирования, а значит создает предпосылки для наступления ковенанты, связанной с просрочкой выплаты основного долга на суммы свыше 300 млн. руб.

II.6. Корпоративное управление

100% эмитента – ООО «Обувь России» (ИНН 5407249872) принадлежит ПАО «Обувь России» (ИНН 5410779580). Директор – Титов А.М. (ИНН 540723854155)

Владельцем 50% акций ПАО «Обувь России» является генеральный директор Титов А.М.³ В свободном обращении находятся 32% акций⁴. Мы не располагаем информацией о владельцах оставшихся 18%, однако известно, что до 26.06.2019 г. 15,6% акций принадлежали структуре Михаила Прохорова⁵. В 2017-2019 гг. выплачены дивиденды на сумму 537 млн. руб.

Директором ПАО «ОР» является Титов А.М. Совет директоров ПАО «ОР» включает семерых членов, в т.ч. пятерых со статусом «независимый».

II.7. Судебные и налоговые риски

По состоянию на дату выпуска отчета на сайтах arbitr.ru и fssprus.ru не зарегистрированы иски и требования к эмитенту, объем которых мог бы существенно ухудшить его финансовое состояние.

³ http://obuvrus.ru/investors/for_shareholders_investors/group_structure/

⁴ <https://investfunds.ru/stocks/Obuv-Rossii/>

⁵ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2019/06/26/805142-prohorov-perestal-obuvi-rossii>