



# Иван Капустянский

Персональный  
финансовый консультант

+ 7 985 358 8877  
ivan@kapustyanskiy.ru  
kapustyanskiy.ru



## Заключение:

**Новый выпуск облигаций «Азбука Вкуса» стоит отнести к категории рискованных, поэтому, учитывая консервативную стратегию, я бы не рекомендовал покапать эти бумаги на этапе размещения или очень небольшим объемом (при условии, что есть более рискованный капитал под управлением).** Но облигации в перспективе год - два могут быть интересными к покупке. При условии, что обещания руководства будут выполняться. То есть начнет расти FCF. Потенциально это может произойти на горизонте двух лет, потому что в 2018 году компания вложилась в открытие большого количества магазинов, которые выйдут на полную мощность в течение года, двух. Если ситуация будет развиваться по этому сценарию, а также будет сокращаться долг компании, облигации можно будет приобрести в портфель.

## Анализ:

Компания «Азбука Вкуса» сильно закредитована, что негативно влияет на ее финансовую устойчивость. Долг компании на конец 2018 года достиг 12 771 млн. рублей, собственный капитал 1 169,2 млн рублей, а процентные платежи составили 1 203 млн. рублей. Текущая динамика объясняется значительными капитальными вложениями в расширение сети и сокращением свободного денежного потока. При этом стоимость долга для «Азбуки Вкуса» составляет около 9,4%. У других компаний, работающих на этом рынке, например, таких как X5 Retail Group и Магнит этот показатель ниже, более чем на процент и составляет 8,1% и соответственно. То есть заимствование для «Азбуки Вкуса» стоит значительно выше, что вызвано высоким текущим долгом компании.





# Иван Капустянский

Персональный  
финансовый консультант

+ 7 985 358 8877  
ivan@kapustyanskiy.ru  
kapustyanskiy.ru

Коэффициент отношение долга к EBITDA в 2018 году вырос до 4.0х, это говорит о слишком большой долговой нагрузке и вероятных проблемах с погашением своих долгов в перспективе. Аналогично можно сказать о показателе покрытия процентов (Interest Coverage), который составляет меньше 1. То есть компании фактически не хватает текущего операционного потока на выполнение своих обязательств по кредитам. При этом коэффициент Total Debt / Equity достиг крайне высокого значения 1092%. Фактически общий долг компании почти в 11 раз больше, чем собственный капитал. Более того, на горизонте последних двух лет Equity компании снижался, в 2017 показатель был равен 1636,4 млн рублей, а в 2018 году 1169,2 млн рублей, что напрямую негативно влияет на снижение стоимости компании.

Согласно планам, руководство компании «Азбука Вкуса» планирует увеличить выручку в два раза в ближайшие пять лет. Учитывая текущую динамику денежных потоков, чтобы руководству реализовать этот план, необходимо открыть большое количество новых магазинов. Согласно планам, руководство хочет увеличить сеть за следующие пять лет на 124 магазинов, со 170 до 294 магазинов.

При текущем финансовом состоянии компания не сможет за счет собственных средств увеличить капитальные затраты на строительство новых магазинов, поэтому, скорее всего, будут привлекаться заемные средства. Ориентировочно, чтобы открыть 124 магазинов за пять лет компании необходимо будет потратить порядка 12 570 млн. рублей, исходя из того, что CaPex на открытие одного магазина формата AV Daily - составляют около 77 млн рублей, а формата AV составляет - 194 млн рублей. Капитальные расходы на один магазин также включают закупку автомобилей, нематериальных активов и остальных активов, необходимых для поддержания и обслуживания сети в целом. В свою очередь, влияние инфляции на увеличение CaPex не было учтено. Этот эффект может частично сгладиться более низкой стоимостью открытия магазинов в Санкт-Петербурге.

Чтобы реализовать запланированную программу капитальных вложений компании придется значительно нарастить долг. Потенциально это возможно сделать за счет полного использования кредитных линий на сумму 11,1 млн рублей, а также дополнительного размещения долговых бумаг. Однако этот сценарий рискован, потенциально могут сработать ковенанты по кредитным линиям, поэтому менеджмент вряд ли на это пойдет. Учитывая затраты можно сделать вывод, что текущая программа вряд ли будет реализована в полном объеме. Более того, выполнение этой программы, на мой взгляд, навредит компании. Учитывая текущие денежные потоки, компании стоит сконцентрироваться на оптимизации работы действующей сети и небольшом увеличении CaPex.





# Иван Капустянский

Персональный  
финансовый консультант

+ 7 985 358 8877  
ivan@kapustyanskiy.ru  
kapustyanskiy.ru

В свою очередь, тенденция в отрасли такова, что крупнейшие продуктовые ретейлеры откладывают масштабные программы капитальных вложений в открытие новых магазинов, а концентрируются на оптимизации сети. Это обусловлено текущей экономической ситуацией. Шестой год подряд падают реальные располагаемые доходы россиян, а также вводятся новые нормы и повышаются налоги. Так в 2018 году были повышены акцизы на топливо, табак и алкоголь, в 2019 году повышен НДС до 20%, а также введены ограничения о возврате нереализованной продукции производителю. На этом фоне наблюдается продолжительное падение среднего чека в розничных сетях и ухудшение финансовых показателей компаний в целом по отрасли. Скорее всего, макроэкономические факторы также не дадут менеджменту реализовать запланированную программу вложений.

Скорее всего, исходя из сложного финансового положения, «Азбука Вкуса» планирует рефинансировать текущие долги, выпуская новые облигации. Возможно, какую-то часть денежных средств планирует направить на развитие сети. Тем не менее, учитывая индикативную ставку купона 9,50%-9,75%, можно предположить, что компания имеет риск перезанять с более высокой эффективной ставкой, что увеличит долговую нагрузку на компанию.

## **Дополнение:**

Чтобы дать более точную оценку необходимы дополнительные отчеты Balance Sheet и Cash Flow.

В идеале я бы дополнительно смотрел показатели ликвидности (Current Ratio, Quick Ratio), а также необходимо смотреть такие показатели как Debt Capacity и CAFDS. Они ответят на вопрос сколько компания могла бы взять дополнительно заемных средств. Для оценки перспектив необходимо посмотреть операционный и финансовый циклы. В отрасли сейчас тенденция такова, что поставщики снижают сроки возврата дебиторской задолженности для ретейла соответственно кредиторской задолженности, поэтому в перспективе «Азбуке Вкуса» помимо вложения в CaPex и обслуживание долга могут понадобиться дополнительные деньги для пополнения оборотного капитала.

