ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 16

РИТЕЙЛ
и потребительский сектор

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Ритейл и потребительский сектор

https://litres.ru/74758183
SelfPub; 2026

Аннотация

Каждый поход в магазин — это голос за чей-то бизнес. Ритейл понятен каждому, но успешные вложения в него требуют знания особых метрик. Эта книга научит анализировать торговые сети как профессиональный аналитик. Вы узнаете, что такое сопоставимые продажи, трафик и средний чек и почему рост выручки за счёт новых магазинов не равен росту эффективности. Мы разберём, как маркетплейсы меняют правила игры для классической розницы, как сети работают с поставщиками и собственными марками. Особое внимание уделено поведению сектора в кризисы, когда покупатели переходят к экономии. Книга поможет найти в потребительском секторе устойчивых лидеров.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Магазин, который видит каждый 5
Глава 2. Как в России появились торговые сети 26
Глава 3. Форматы магазинов от киоска до гипермаркета 48
Глава 4. Экономика одного магазина 70
Глава 5. Сопоставимые продажи 90
Конец ознакомительного фрагмента. 108

Виталий Гурьев
Ритейл и потребительский сектор

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Магазин, который видит каждый

Без пяти семь утра Тамара поворачивает ключ в служебной двери супермаркета «Сокол» на Московском шоссе в Самаре. В зале ещё полутемно, но у рампы уже стоит первая машина с хлебом, а кладовщица торопливо сверяет накладные. Тамара проходит вдоль овощных стеллажей, привычным взглядом отмечает вялый укроп и пустое место под молоком, которое вчера разобрали к вечеру. За тридцать с лишним лет в торговле она научилась читать магазин как открытую книгу: по запаху в пекарне, по очереди у касс, по тому, как быстро уходят акционные бананы. Ровно в восемь двери откроются, и до одиннадцати вечера через зал пройдёт больше тысячи человек.

В это же самое время её сын Артём только ложится спать. Всю ночь он вместе с помощником упаковывал в арендованном гараже на окраине города кухонные принадлежности: силиконовые лопатки, наборы контейнеров, разделочные доски из бамбука. Утром фургон отвезёт коробки на склад маркетплейса «Ветлуга», а дальше товар разойдётся по стране уже без его участия. Артём три года торгует на площадке, знает наизусть её комиссии и правила, но о самой площадке как о бизнесе задумался только недавно. Знако-

мый посоветовал ему купить акции маркетплейса, раз уж он каждый день видит, как растёт поток заказов.

Мать и сын работают в одной отрасли и при этом смотрят на неё с противоположных концов. Для Тамары торговля — это полки, ценники, кассиры и свежие продукты, которые нужно продать до истечения срока. Для Артёма торговля — это карточка товара, рейтинг продавца, рекламные ставки и цифры в личном кабинете. У Тамары на брокерском счёте лежат 1 500 акций «Сокской торговой компании», в которой она работает. Артём держит на счёте 700 тысяч рублей и пока не решил, во что их вложить.

Возможно, вы узнаёте себя в одном из них, а может быть, сразу в обоих. Каждый из нас по нескольку раз в неделю заходит в магазин или открывает приложение, чтобы что-нибудь купить. Мы видим, какие сети открываются рядом с домом, какие закрываются, где цены выросли, а где появились новые акции. Кажется, что такого опыта достаточно, чтобы разобраться в акциях торговых компаний лучше любого аналитика. Эта книга покажет, где бытовой опыт действительно помогает инвестору, а где он подводит.

Начнём с того, что именно мы будем называть потребительским сектором. Ядро сектора составляет розничная торговля, то есть продажа товаров конечному покупателю для личного пользования. Сюда входят продуктовые сети, магазины электроники и бытовой техники, одежды и обуви, товаров для дома и ремонта, аптеки, магазины косметики и зо-

отоваров. Отдельный и быстро растущий кусок сектора — онлайн-площадки, на которых продают тысячи независимых продавцов вроде Артёма.

Вокруг розницы располагаются производители товаров повседневного спроса: молока, хлеба, напитков, бытовой химии, средств гигиены. На международных рынках их часто объединяют с ритейлом под общим названием потребительского сектора и делят на две группы. Первая группа — товары первой необходимости, вторая — товары, покупку которых можно отложить. Производители продуктов и их отношения с торговыми сетями подробно разобраны в книге серии об агрохолдингах и пищевой промышленности, поэтому здесь мы будем смотреть на них глазами магазина.

К потребительскому сектору также относят бытовые услуги, за которые платит домохозяйство: общепит, доставку готовой еды, развлечения, туризм, фитнес, услуги салонов. На российской бирже такие компании пока представлены слабо, и в этой книге они появятся лишь эпизодически. Главными героями останутся те, кто продаёт товары: торговые сети, маркетплейсы и специализированная розница. Именно у них есть свои особые метрики, без понимания которых инвестор оказывается почти слепым.

Почему вообще стоит изучать этот сектор отдельно? Ответ кроется в устройстве экономики. Расходы домохозяйств на покупку товаров и услуг — крупнейший компонент спроса в большинстве стран. По данным Росстата, на конечное

потребление домашних хозяйств в России в последние годы приходится около половины валового внутреннего продукта. В США эта доля ещё выше и составляет около двух третей.

Это означает, что миллионы ежедневных решений о покупке хлеба, кроссовок или телевизора складываются в огромный денежный поток. Когда люди уверены в завтрашнем дне и их доходы растут, этот поток расширяется, и вместе с ним растут обороты магазинов. Когда доходы падают, покупатели начинают экономить, и торговля первой это чувствует. Ритейл служит своего рода термометром, который показывает самочувствие экономики раньше официальной статистики.

Представьте обычную семью из трёх человек, которая тратит на жизнь 120 тысяч рублей в месяц. Из этой суммы примерно треть уходит на продукты, ещё заметная часть — на одежду, бытовую химию, лекарства, технику и мелкие покупки для дома. Даже если семья ничего не откладывает и не путешествует, она ежегодно приносит торговле сотни тысяч рублей. Умножьте эту семью на десятки миллионов домохозяйств страны, и вы получите оборот розничной торговли, который по данным Росстата измеряется десятками триллионов рублей в год.

Внутри этого оборота покупки ведут себя по-разному, и для инвестора это различие принципиально. Есть товары, без которых семья не может обойтись ни в какой ситуации: хлеб, молоко, крупы, мыло, лекарства, корм для кошки. Их

покупают и в хороший год, и в плохой, меняется лишь то, какой именно бренд и в каком магазине выберет покупатель. Такой спрос называют неэластичным, а компании, которые на нём зарабатывают, считаются защитными.

Совсем иначе ведут себя покупки, которые можно отложить. Новый холодильник, диван, зимняя куртка вместо прошлогодней, второй телевизор на дачу — всё это семья легко перенесёт на следующий год, если почувствует угрозу своему кошельку. В хорошие времена такие товары продаются бойко и приносят торговцам высокую выручку. В плохие времена спрос на них проваливается гораздо сильнее, чем на продукты, и компании, которые ими торгуют, называют циклическими.

Разница между двумя группами хорошо видна на примере семьи, у которой вдруг сократился доход на 15%. Она почти не изменит объём покупок в продуктовом магазине, хотя, вероятно, начнёт брать более дешёвую колбасу и чаще заглядывать в дискаунтер. Зато покупку нового ноутбука, ремонт кухни и обновление гардероба она отложит на неопределённый срок. Для продуктовой сети такой год будет неприятным, но терпимым, а для магазина техники он может обернуться падением продаж на треть.

Поведение покупателя в трудные времена мы подробно разберём в 15-й главе, а здесь важно запомнить главное различие. Продуктовая сеть и сеть электроники выглядят похоже: у обеих есть магазины, кассы, склады и рекламные ли-

стовки. При этом они продают разные по природе товары и живут в разных экономических ритмах. Инвестор, который не видит этой разницы, рискует купить циклическую компанию в расчёте на защитные свойства.

Теперь о ловушке, в которую попадает почти каждый начинающий инвестор, когда смотрит на торговые компании. Ритейл кажется самой понятной отраслью на бирже. Чтобы разобраться в нефтедобыче, нужно знать про налоги на добычу и экспортные пошлины, в банках — про резервы и нормативы, в электроэнергетике — про рынок мощности. Магазин же вы видите каждый день, вы сами его клиент, и вам кажется, что вы знаете о нём всё.

Знаменитый американский управляющий Питер Линч когда-то советовал покупать акции компаний, продукты которых вам нравятся и понятны. Этот совет часто пересказывают в упрощённом виде, отбрасывая вторую половину мысли о том, что после первого знакомства нужно внимательно изучить отчётность. Подробно о подходе Линча и его границах рассказано в книге серии о стоимостном инвестировании и инвестировании в рост. Здесь же достаточно заметить, что любовь к магазину ещё не делает его хорошей инвестицией.

Ловушка знакомого бизнеса устроена тоньше, чем кажется. Вы видите один магазин или несколько магазинов в своём районе, а компания управляет тысячами точек в десятках городов. Ваш магазин может процветать, а сеть в целом может терять покупателей в другом регионе, где появился

сильный конкурент. Наоборот, полупустой магазин у вашего дома может оказаться исключением, а остальная сеть растёт и зарабатывает больше, чем год назад.

Вторая сторона ловушки связана с тем, что покупатель видит только витрину, но не видит экономику. Вас радуют низкие цены и щедрые акции, но для владельца акций это может означать сжатие маржи и падение прибыли. Вас раздражают очереди на кассах, а для сети это может быть признаком высокой загрузки и хорошей отдачи от каждого квадратного метра. Опыт покупателя и интересы акционера совпадают далеко не всегда.

Третья сторона ловушки — эмоциональная привязанность. Тамара двадцать лет проработала в СТК, она гордится своим супермаркетом и уверена, что её компания лучшая в регионе. Такая лояльность заслуживает уважения, но она мешает трезво оценивать риски. Если половина сбережений сотрудника вложена в акции работодателя, то при неудаче компании он рискует потерять одновременно и работу, и капитал.

Пора познакомиться со сквозными примерами, которые будут сопровождать нас через всю книгу. Все три компании вымышлены, но собраны из черт, типичных для российского рынка. Их цифры будут меняться от главы к главе только тогда, когда мы будем разбирать какое-то событие, а базовые показатели останутся неизменными. Так вам будет проще следить за расчётами и сравнивать компании между со-

бой.

Первая компания — «Сокская торговая компания», или СТК, названная по реке Сок, впадающей в Волгу под Самарой. Это продуктовый ритейлер, который работает в девяти регионах Поволжья и Урала. У СТК три тысячи магазинов у дома под вывеской «Рядом» и сто супермаркетов «Сокол», в одном из которых директором работает Тамара. За прошлый год выручка компании составила 380 млрд рублей, а её акции торгуются на Московской бирже по 220 рублей.

Вторая компания — маркетплейс «Ветлуга», онлайн-площадка, на которой триста тысяч продавцов предлагают товары сорока миллионам покупателей. За год через площадку проходят заказы на 1,5 трлн рублей, но выручка самой «Ветлуги» гораздо меньше этой суммы. Почему оборот площадки и её выручка различаются в разы, мы подробно разберём в 12-й главе. Компания провела первичное размещение акций несколько лет назад и до сих пор растёт быстрее классической розницы.

Третья компания — «Хопёр-Электроника», сеть магазинов бытовой техники и электроники, названная по реке Хопёр. У неё четыреста магазинов, выручка 150 млрд рублей и заметная долговая нагрузка. На её примере мы увидим, как живёт циклическая розница, которая торгует дорогими товарами и зависит от потребительского кредита. Она же поможет разобраться в облигациях торговых компаний и рисках, которые за ними стоят.

Теперь об образе, который поможет держать в голове всю логику отрасли. Торговая сеть похожа на велосипед, который сохраняет равновесие только в движении. Пока колёса крутятся, велосипед устойчив, лёгкое касание руля позволяет объехать яму, и седок почти не тратит сил на баланс. Стоит велосипеду замедлиться, как он начинает вилять, а остановка без опоры заканчивается падением.

Педали торговой сети — это оборот товара. Магазин покупает молоко, продаёт его за несколько дней и тут же покупает новую партию. Каждый оборот приносит небольшую наценку, но оборотов за год набираются десятки. Пока товар быстро уходит с полок, сеть получает деньги от покупателей раньше, чем расплачивается с поставщиками, и легко финансирует свой рост.

Если продажи замедляются, велосипед начинает вилять. Товар залёживается, часть продуктов приходится списывать, зарплаты и аренду нужно платить независимо от выручки. Поставщики ждут своих денег, а поступления от покупателей сокращаются. Компания, которая ещё вчера казалась устойчивой, внезапно оказывается в кассовом разрыве.

Мы будем возвращаться к образу велосипеда на протяжении книги. Когда речь пойдёт о сопоставимых продажах, вы увидите, что они показывают скорость вращения педалей в уже открытых магазинах. Когда мы будем говорить о поставщиках, станет ясно, почему остановка роста так опасна для денежного потока. Когда дойдём до кризисов, разберём, ка-

кие сети умеют ехать по разбитой дороге, а какие падают на первой же кочке.

С образом велосипеда тесно связана главная формула отрасли — низкая маржа при высокой оборачиваемости. Продуктовая сеть зарабатывает на каждом рубле выручки совсем немного. У СТК прибыль до процентов, налогов и амортизации, если не учитывать особые правила отчётности по аренде, составляет около 6% выручки. Чистая прибыль ещё скромнее и не дотягивает до 2 копеек с каждого рубля, оставленного покупателем на кассе.

Для сравнения, у крупной нефтяной компании в удачный год операционная рентабельность может быть в несколько раз выше, а у технологической компании — достигать трети и больше выручки. Если бы ритейл продавал товар раз в год, такой маржи не хватило бы даже на покрытие стоимости капитала. Спасение отрасли в том, что деньги в ней оборачиваются очень быстро. Продуктовый магазин распродаёт свои запасы в среднем примерно за месяц, а скоропортящиеся товары — за несколько дней.

Представьте пекаря, который вкладывает в муку, масло и дрожжи 10 тысяч рублей и продаёт хлеб на 11 тысяч. Заработок в 10% на одной партии выглядит скромно. Если же он печёт и продаёт новую партию каждый день, то за месяц через его руки проходит в тридцать раз больше денег, и на одни и те же вложенные 10 тысяч он зарабатывает уже 30 тысяч. Отдача на капитал определяется не только маржой, но и тем,

сколько раз за год этот капитал успевает обернуться.

У этой формулы есть обратная сторона, о которой новички часто забывают. Когда маржа измеряется единицами процентов, любое небольшое изменение затрат или цен способно уничтожить значительную часть прибыли. Если у СТК себестоимость товаров вырастет всего на один процент выручки и сеть не сможет переложить это в цены, операционная прибыль сократится примерно на шестую часть. Отрасль с тонкой маржой похожа на канатоходца: он идёт уверенно, пока ветер слабый, но даже лёгкий порыв требует мгновенной реакции.

Поэтому опытные аналитики смотрят на торговые компании через две пары очков одновременно. Первая пара показывает, насколько быстро крутятся педали, то есть растут ли продажи в уже работающих магазинах и как быстро оборачиваются запасы. Вторая пара показывает, сколько копеек с каждого рубля остаётся компании после всех расходов и удаётся ли удерживать эту долю. Если в одну сторону смотреть внимательно, а в другую не смотреть вовсе, картина получается искажённой.

Из этой формулы вытекает ещё одно следствие, которое легко упустить. Сравнивать торговые компании с другими отраслями по рентабельности продаж бессмысленно, потому что две копейки прибыли на рубль выручки у продуктовой сети и у машиностроительного завода означают совершенно разное. Завод оборачивает свой капитал медленно, и

для него такая маржа почти катастрофа. Для сети, которая за год прокручивает свои запасы больше десяти раз, те же две копейки превращаются во вполне достойную отдачу на вложенные деньги. Поэтому в этой книге мы почти всегда будем смотреть на маржу вместе со скоростью оборота.

Есть и распространённый миф, будто продуктовый ритейл защищён от любых потрясений просто потому, что люди всегда едят. Люди действительно всегда едят, но вовсе не обязательно покупают еду у конкретной сети. Если рядом откроется дискаунтер с ценами на десятую часть ниже, лояльность покупателей проверится очень быстро. Защитным в рознице оказывается спрос на категорию товаров, а не доля рынка отдельной компании, и об этой разнице полезно помнить с первой страницы.

Вернёмся к нашим героям и к тому, зачем им вообще разбираться в ритейле как инвесторам. Тамара хочет понять, правильно ли она поступает, держа акции своей компании, и стоит ли докупить их на часть вклада. Артём хочет вложить накопленные деньги в бизнес, который понимает, и колеблется между акциями «Ветлуги», бумагами СТК и облигациями торговых компаний. Их сомнения отражают три разных подхода к сектору, и полезно сразу назвать их своими именами.

Первый подход можно назвать дивидендным. Такой инвестор ищет зрелые компании с устойчивым денежным потоком, которые регулярно делятся прибылью с акционерами.

В потребительском секторе это обычно крупные продуктовые сети, которые уже покрыли страну своими магазинами и больше не тратят все заработанные деньги на открытия. Дивидендного инвестора интересуют стабильность продаж, предсказуемость прибыли и готовность владельцев платить дивиденды из года в год.

Тамара по характеру ближе к дивидендному инвестору. Она не любит резких движений, ей важно получать каждый год понятную сумму и знать, что компания не исчезнет. Дивиденды СТК составляют 13,4 рубля на акцию, и на её 1 500 бумаг это около 20 тысяч рублей в год до уплаты налога. Сумма скромная, но она растёт вместе с прибылью компании, а сами акции служат дополнением к вкладу.

Второй подход принято называть ростовым. Такого инвестора интересуют компании, которые быстро увеличивают выручку, захватывают долю рынка и меняют правила игры. В рознице это прежде всего маркетплейсы, онлайн-сервисы и сети новых форматов, которые открывают сотни магазинов в год. Ростовой инвестор готов мириться с тем, что компания сегодня зарабатывает мало или даже показывает убыток, если он верит в её будущий масштаб.

Артём тяготеет к ростовому подходу, и это естественно для человека, который каждый день видит, как растёт онлайн-торговля. Он помнит, как три года назад на площадке было вдвое меньше продавцов в его категории, а покупатели заказывали реже. Ему кажется, что этот рост будет продол-

жаться ещё долго и что вложение в саму площадку станет его долей в будущем успехе. Правда, ростовой подход несёт свои риски, и о том, как оценивать такие компании, мы подробно поговорим в 18-й главе.

Третий подход связан с облигациями торговых компаний. Такой инвестор не стремится получать долю в прибыли, его интересует надёжность получения купонов и возврата долга. Торговые компании активно занимают деньги на рынке облигаций, чтобы финансировать открытия магазинов, строительство складов и пополнение запасов. Облигационному инвестору важно понимать, насколько устойчив денежный поток компании и не съест ли его кризис или конкурент.

Многие инвесторы совмещают все три подхода в одном портфеле, и в этом нет противоречия. Часть денег можно держать в устойчивых продуктовых сетях ради дивидендов, часть вложить в быстрорастущую площадку ради потенциала, а часть направить в облигации ради предсказуемого дохода. Главное — понимать, какую задачу решает каждая бумага и какие риски вы при этом принимаете. Как распределить деньги между этими задачами, мы обсудим ближе к концу книги, когда у вас будут все необходимые инструменты.

Расскажу, как устроена книга, чтобы вы видели маршрут целиком. Во второй главе мы пройдём путь российской торговли от советского прилавка до маркетплейсов и переезда торговых холдингов из иностранных юрисдикций. В третьей главе разберём форматы магазинов, от небольшого магазина

у дома до гипермаркета, и поймём, почему формат определяет экономику сети. Четвёртая глава заглянет внутрь одного магазина и посчитает, сколько он зарабатывает и за сколько лет окупается.

Главы с пятой по седьмую посвящены метрикам, ради которых многие и берутся за эту книгу. Вы узнаете, что такое сопоставимые продажи, почему рост выручки за счёт новых магазинов не равен росту эффективности и как разложить продажи на трафик и средний чек. Седьмая глава покажет, как растёт торговая сеть и когда этот рост создаёт стоимость, а когда разрушает её. После этих глав вы сможете читать пресс-релизы ритейлеров гораздо увереннее большинства частных инвесторов.

Следующий блок, с восьмой по одиннадцатую главу, раскрывает экономику прилавка. Мы поговорим о ценах на полке и валовой марже, о том, почему поставщики фактически кредитуют торговые сети, о собственных торговых марках и об издержках, которые съедают прибыль. Здесь много расчётов, но все они выполнены на понятных примерах, и для их понимания не нужно экономическое образование.

Затем книга переходит к онлайн-торговле и непродовольственной рознице. В двенадцатой главе мы разберём бизнес-модель маркетплейса и посчитаем экономику магазина Артёма. Тринадцатая глава посвящена доставке продуктов и тому, как классические сети отвечают на вызов онлайна. Четырнадцатая глава расскажет о торговле одеждой, техникой,

товарами для дома, косметикой и лекарствами.

Пятнадцатая и шестнадцатая главы описывают внешние силы, которые действуют на отрасль. Сначала мы посмотрим, как ведёт себя покупатель в кризис и как переживали трудные годы российские ритейлеры. Потом разберёмся с ролью государства: антимонопольными ограничениями, маркировкой, контролем цен, налогами и новыми правилами для онлайн-площадок. Эти главы помогут оценить риски, которые не видны с покупательской стороны прилавка.

Заключительный блок посвящён практике инвестора. В семнадцатой главе мы научимся читать отчётность ритейлера, в восемнадцатой — оценивать стоимость торговой сети и маркетплейса. Девятнадцатая глава расскажет об облигациях торговых компаний и о том, какое место потребительский сектор может занять в вашем портфеле. В двадцатой главе мы поговорим о будущем отрасли и о вашем личном маршруте в ней.

Эта книга входит в серию «Инвестиции по отраслям», и некоторые общие темы раскрыты в других книгах серии. Как читать три формы финансовой отчётности, считать мультипликаторы, свободный денежный поток и справедливую стоимость методом дисконтирования, подробно рассказано в книге о фундаментальном анализе. Ловушки стоимости, конкурентные преимущества и юнит-экономика в общем виде разобраны в книге о стоимостном инвестировании. Здесь мы будем ссылаться на эти понятия одной фразой и сразу

применять их к торговым компаниям.

Аналогично устроены связи с отраслевыми книгами. Склады, логистика онлайн-торговли, пункты выдачи и курьерская доставка описаны в книге серии о транспорте и логистике. Производители продуктов, сила их брендов на полке и закон о торговле с точки зрения поставщика разобраны в книге об агрохолдингах и пищевой промышленности. В этой книге мы будем смотреть на те же процессы глазами торговой сети и её акционеров.

С чего лучше начать, если вы только приступаете к изучению сектора? Совет кажется простым, но работает хорошо: начните с наблюдения за тем, что вы и так видите каждый день. Запишите, в какие магазины вы ходите, почему выбираете именно их и что заставило бы вас переключиться на другую сеть. Отметьте, какие вывески появились в вашем районе за последний год, а какие исчезли.

Такой дневник наблюдений не заменит анализа отчётности, но даст вам живые вопросы, на которые захочется найти ответ в цифрах. Почему у дома открылось уже третье за год заведение одной сети, и не отбирают ли новые магазины покупателей у старых? Почему в гипермаркете на окраине стало так пусто по будням, а в соседнем дискаунтере всегда очередь? Почему вы сами всё чаще заказываете бытовую химию на маркетплейсе, хотя раньше брали её в супермаркете?

Каждый такой вопрос можно превратить в проверяемую гипотезу. Допустим, вы заметили, что соседний магазин сети

стал переполнен по вечерам. Это может означать рост трафика, а может быть следствием того, что соседняя точка конкурента закрылась на ремонт. Ответ подскажет квартальный отчёт сети, где будут цифры сопоставимых продаж и числа покупателей, а ваше наблюдение станет отправной точкой для анализа, а не готовым выводом.

Есть и обратная сторона наблюдательности, о которой важно помнить. Ваш район — это не вся страна, а ваша семья — не средний покупатель. Житель крупного города с высоким доходом может не замечать, что в малых городах торговля живёт по другим законам, и магазин у дома там остаётся главным местом покупок. Любое личное наблюдение полезно проверять статистикой и отчётами компании, прежде чем принимать решение.

Ещё один полезный навык — смотреть на магазин глазами не только покупателя, но и работника. Тамара по долгу службы знает, сколько стоит аренда её зала, сколько человек работает в смене и сколько продуктов списывается каждую неделю. Вам такая информация напрямую недоступна, но многое можно заметить и с покупательской стороны. Пустые полки говорят о проблемах с поставками, длинные очереди при закрытых кассах — о нехватке персонала, а горы просроченного товара — о слабом управлении.

Обратите внимание и на то, как магазин меняется во времени. Если в торговом зале появились кассы самообслуживания, электронные ценники и стойки для получения он-

лайн-заказов, компания вкладывается в технологии. Если ремонт не обновлялся десять лет, освещение тусклое, а холодильники гудят, сеть, возможно, экономит на поддержании своих точек. Такие наблюдения не дают точных цифр, но помогают задать правильные вопросы руководству компании и отчётности.

Полезно с самого начала трезво оценить и выбор, который предлагает российская биржа. Публичных торговых компаний на ней немного: несколько крупных продуктовых сетей, пара маркетплейсов и онлайн-сервисов, сеть магазинов фиксированных цен, детский ритейлер, несколько непродовольственных сетей и аптечных компаний. Ещё больше эмитентов присутствует на рынке облигаций, где занимают и средние региональные сети. Узкий выбор означает, что каждая бумага на виду, а ошибка в оценке одной компании заметно влияет на портфель того, кто вкладывается в сектор.

Важно и то, как вы будете читать эту книгу. Главы выстроены так, что каждая следующая опирается на предыдущие. Метрики из пятой и шестой глав понадобятся при оценке компании в восемнадцатой главе, а разговор о поставщиках из девятой главы объяснит устройство денежного потока в семнадцатой. Если вы прочитаете книгу по порядку, к её концу у вас сложится цельная картина отрасли.

Если же у вас уже есть опыт и вы хотите сразу перейти к интересующей теме, это тоже возможно. В каждой главе есть отсылки к местам, где раскрыты нужные понятия, и вы

сможете вернуться к ним при необходимости. Тем, кто впервые сталкивается с инвестициями, всё же советую не торопиться и пройти маршрут целиком. Ритейл только кажется простым, а настоящее понимание приходит через последовательное знакомство с его механикой.

Тамара и Артём будут появляться почти в каждой главе. Мы увидим, как Тамара разбирается в экономике своего супермаркета, как спорит с сыном о том, кто зарабатывает больше, магазин или площадка, и как вспоминает трудные годы, через которые прошла её компания. Артём будет считать комиссии маркетплейса, читать отчёты СТК и выбирать между акциями и облигациями. Их решения мы разберём в девятнадцатой главе, когда у нас будут все инструменты для взвешенного выбора.

Итоги первой главы складываются в несколько важных мыслей. Потребительский сектор — это огромная часть экономики, через которую проходит около половины всех расходов страны. Внутри сектора есть защитные товары первой необходимости и циклические покупки, которые легко отложить, и эта разница определяет поведение компаний в трудные времена. Знакомость ритейла создаёт ловушку: покупатель видит витрину, но не видит экономику, а инвестору нужно видеть и то и другое.

Торговая сеть похожа на велосипед, который устойчив только в движении. Её формула — низкая маржа и высокая оборачиваемость, где каждый процент выручки имеет зна-

чение. Инвестор может подходить к сектору как дивидендный, ростовой или облигационный, и каждый подход требует своих знаний. Сквозные примеры книги — продуктовая сеть СТК, маркетплейс «Ветлуга» и сеть электроники «Хопёр-Электроника» — помогут превратить эти мысли в конкретные расчёты.

Прежде чем разбирать метрики и считать деньги, полезно понять, откуда взялись сегодняшние торговые сети. Ещё тридцать пять лет назад в России не было ни магазинов у дома с самообслуживанием, ни гипермаркетов, ни тем более онлайн-площадок. Тамара застала советский гастроном с прилавком и очередью, и её память поможет нам пройти весь путь российской торговли. Об этом пути пойдёт речь во второй главе.

Глава 2. Как в России появились торговые сети

Летом 1988 года восемнадцатилетняя Тамара пришла работать продавщицей в гастроном на углу двух центральных улиц. Город тогда ещё назывался Куйбышевом, а магазин занимал первый этаж старого дома с высокими потолками и мраморными прилавками. Первым делом заведующая научила её взвешивать масло на чашечных весах, заворачивать сыр в серую бумагу и не отвечать на вопрос «а когда будет колбаса». Покупатели стояли в трёх очередях: сначала к прилавку, чтобы выбрать товар и узнать цену, потом в кассу, чтобы пробить чек, и снова к прилавку, чтобы получить покупку. Тамара до сих пор помнит запах того гастронома и усталые лица людей у витрин.

Недавно Артём нашёл в семейном альбоме фотографию, где мать в белом халате и накрахмаленной шапочке стоит за прилавком с пирамидой консервных банок. Он спросил, почему на полках так много одинаковых банок и так мало всего остального. Тамара рассмеялась и сказала, что эта пирамида и была главным украшением магазина, потому что настоящий товар до витрины часто не доходил. Разговор затянулся до вечера, и Артём впервые услышал, как за тридцать с лишним лет из советского гастронома выросла та отрасль, в

которой они оба сейчас работают.

Советская торговля устроена была совсем не так, как современный ритейл. Магазины принадлежали государству и подчинялись районным и городским торговым управлениям. Ассортимент, объёмы поставок и цены определялись не спросом, а планом, который спускался сверху. Цена хлеба, молока или колбасы годами оставалась неизменной и одинаковой по всей стране, независимо от того, сколько стоило их произвести и сколько людей хотело их купить.

Фиксированные цены при нехватке товаров неизбежно рождают дефицит. Если мясо стоит дёшево, а его производят меньше, чем хотят купить, то вместо роста цены возникает очередь. Очередь становилась способом распределения товаров, а время покупателя превращалось в скрытую цену покупки. В конце 1980-х годов дефицит охватил почти все категории, и во многих городах ввели талоны на сахар, мыло, мясо и другие товары первой необходимости.

Для магазина такая система означала, что прибыль и эффективность почти не имели значения. Директор гастронома отвечал за выполнение плана товарооборота, а не за удовлетворённость покупателей или рентабельность. Хороший товар часто уходил «из-под прилавка» знакомым и нужным людям, а на витрину попадало то, что никто не хотел брать. Продавец в такой системе обладал властью над покупателем, и вежливость считалась скорее исключением, чем правилом.

Тамара застала последние годы этой системы и хорошо

помнит, как работал склад её гастронома. Товар привозили нерегулярно, часто без предупреждения, и когда приезжала машина с дефицитной продукцией, очередь на улице выстраивалась за полчаса. Никакого учёта спроса не существовало, заказывать то, что покупают, было невозможно. Магазин получал то, что ему выделили, и продавал то, что получил.

Всё изменилось очень быстро и почти без подготовки. Второго января 1992 года вступило в силу решение о либерализации большинства потребительских цен, и уже через несколько недель полки магазинов начали заполняться. Товары появились, но цены выросли в разы, и покупательная способность населения резко упала. В конце января того же года вышел указ о свободе торговли, который разрешил гражданам и предприятиям торговать практически в любом месте без специальных разрешений.

Улицы городов в одночасье превратились в огромный рынок. Люди продавали с рук всё, что могли: импортные шоколадки, консервы, вещи из дома, продукцию собственных огородов. У станций метро и на площадях выросли ряды ларьков, торговавших самым разным товаром, от жевательной резинки до видеокассет и батареек. Тамара вспоминает, как её гастроном опустел, потому что люди предпочитали покупать на улице, где выбор был шире, а цены иногда ниже.

Особую роль в те годы сыграли челноки. Так называли людей, которые ездили за товаром в Турцию, Китай, Польшу или Объединённые Арабские Эмираты, привозили его в

огромных клетчатых сумках и продавали на вещевых рынках. По разным оценкам, в середине 1990-х челночной торговлей занимались миллионы человек, и для многих семей она стала главным источником дохода. Вещевые рынки на стадионах и пустырях превратились в крупнейшие торговые площадки страны, где одевалась большая часть населения.

Для экономики эта стихийная торговля стала одновременно спасением и проблемой. Она быстро насытила страну товарами, которых не хватало десятилетиями, и дала работу людям, оставшимся без зарплаты на закрывшихся заводах. Однако почти вся она работала в тени, без кассовых аппаратов, налогов и гарантий для покупателя. Качество товара никто не контролировал, а сама торговля держалась на наличных деньгах и личных договорённостях.

Государственные гастрономы тем временем приватизировались, часто в пользу собственных трудовых коллективов. Магазин, где работала Тамара, в 1993 году превратился в акционерное общество, а сотрудники получили его акции. Новые владельцы не знали, что делать с бизнесом в мире свободных цен, и магазин несколько лет едва сводил концы с концами. Помещение в итоге сдали в аренду под мебельный салон, а Тамара ушла работать в частный продуктовый магазин неподалёку.

Именно в середине и второй половине 1990-х в крупных городах появились первые современные продуктовые магазины самообслуживания. Слово «универсам» существовало

и в советское время, но настоящее самообслуживание с тележками, кассами со сканерами и широким ассортиментом пришло в Россию только тогда. Первыми сетевые супермаркеты открыли предприниматели в Москве и Санкт-Петербурге, где у покупателей было больше денег и где быстрее формировался средний класс. Цены в них были выше, чем на рынке, но покупатель получал чистоту, гарантию качества и возможность выбрать товар самому.

Кризис августа 1998 года стал для молодой торговли неожиданной проверкой. Рубль за несколько месяцев обесценился примерно в три раза, импортные товары резко подорожали, а многие торговцы, жившие на импорте, разорились. Зато у отечественных производителей появился шанс занять освободившиеся полки, а покупатели стали активнее искать дешёвые магазины. Именно в эти годы возникли первые российские сети дискаунтеров, которые делали ставку на низкие цены, ограниченный ассортимент и простое оформление залов.

Одна из будущих крупнейших сетей страны выросла из дистрибьютора бытовой химии в Краснодаре, который в конце 1990-х открыл свои первые продуктовые магазины эконом-формата. Другая начиналась с небольших дискаунтеров в Санкт-Петербурге и быстро распространилась по городу. Основатели этих компаний поняли простую вещь: российскому покупателю, пережившему дефолт, нужны были не роскошные залы, а близость к дому и низкие цены. Через

десять лет эти небольшие сети превратились в федеральных гигантов.

Тамара пришла в одну из таких сетей в 2001 году кассиром, хотя к тому времени у неё уже был опыт заведования небольшим магазином. Она объясняет сыну, что работа в сети оказалась совсем другой, чем в частной лавке. Здесь всё было расписано по регламентам: как выкладывать товар, как принимать машину, как считать остатки, какие продукты ставить на уровне глаз. Ей это сначала казалось бюрократией, но потом она поняла, что именно стандарты позволяют сети тиражировать успешный магазин сотни и тысячи раз.

В первой половине 2000-х годов экономика страны быстро росла, реальные доходы населения увеличивались год за годом, и торговые сети расширялись взрывными темпами. Им требовались деньги на открытие сотен новых магазинов, строительство распределительных центров и покупку конкурентов. Банковские кредиты были дорогими и короткими, поэтому владельцы сетей обратились к фондовому рынку. Так началась эпоха публичных размещений российских ритейлеров.

Первой крупной вехой стало размещение петербургской сети дискаунтеров на Лондонской фондовой бирже весной 2005 года. Компания продала иностранным инвесторам глобальные депозитарные расписки, то есть ценные бумаги, которые удостоверяли право на её акции и торговались в Лондоне. Такой путь выбирали многие российские компании то-

го времени: западные инвесторы располагали гораздо большими деньгами, чем российские, а лондонская площадка считалась престижной и ликвидной. Через год после размещения петербургская сеть объединилась с московской сетью супермаркетов, и так появилась крупнейшая на тот момент торговая группа страны.

Краснодарская сеть пошла другим путём и весной 2006 года разместила акции на российских биржах. Это было одно из первых крупных первичных размещений частной компании внутри страны, и оно привлекло множество частных инвесторов. Позже компания провела вторичные размещения и тоже выпустила депозитарные расписки в Лондоне. За несколько лет её акции выросли многократно, и она стала одной из самых известных историй успеха на российском рынке.

Вслед за продуктовыми сетями на биржу потянулись и другие ритейлеры. В 2007 году акции разместил крупнейший московский продавец электроники и бытовой техники, затем на рынок вышли сети гипермаркетов и супермаркетов. В 2010-е и в начале 2020-х годов на биржах появились акции детского ритейлера, сети магазинов фиксированных цен, аптечных сетей. В 2020 году одна из крупнейших российских онлайн-площадок разместила депозитарные расписки на американской бирже NASDAQ.

Для инвестора эпоха размещений означала появление на рынке целого сектора, понятного каждому. Акции торговых

сетей стали частью индексов, их покупали пенсионные фонды и частные лица. Однако у этой модели была скрытая особенность, которая проявила себя много лет спустя. Головные компании многих сетей были зарегистрированы за рубежом — в Нидерландах, на Кипре, на Британских Виргинских островах, — а российские магазины принадлежали их дочерним обществам.

Такая структура была удобна владельцам по ряду причин. Европейское корпоративное право считалось более предсказуемым, споры акционеров решались в международных судах, а дивиденды проходили через налоговые соглашения. Иностранные инвесторы охотнее покупали бумаги компаний, зарегистрированных в привычной им юрисдикции. О том, к чему эта конструкция привела после 2022 года, мы поговорим в конце главы.

Параллельно с выходом на биржу российские сети учились у иностранных конкурентов. В начале 2000-х в Россию пришли крупнейшие европейские ритейлеры. Немецкая сеть мелкооптовых центров открыла первые магазины в Москве в 2001 году, французская сеть гипермаркетов — в 2002 году, шведский мебельный ритейлер ещё раньше, в 2000 году. За ними последовали другие компании из Германии, Австрии, Франции и Финляндии.

Иностранные сети принесли с собой то, чего российской торговле не хватало больше всего, — технологии управления. Они показали, как строить распределительные центры

и централизованно доставлять товар в магазины, вместо того чтобы каждый поставщик возил свою продукцию напрямую. Они научили рынок категорийному менеджменту, при котором ассортимент управляется не по отдельным товарам, а по группам с общими целями по продажам и марже. Они внедрили информационные системы, позволяющие видеть остатки и продажи каждого товара в каждом магазине в реальном времени.

Отдельный урок касался работы с поставщиками. Международные сети пришли с жёсткими стандартами качества, системой штрафов за недопоставки и сложными договорами, в которых закупочная цена составляла лишь часть отношений. Российские производители сначала с трудом приспосабливались к этим требованиям, но со временем многие из них выросли именно благодаря работе с крупными сетями. Подробнее о взаимоотношениях торговых сетей и поставщиков мы поговорим в девятой главе.

Иностранные ритейлеры воспитали и целое поколение российских менеджеров. Многие руководители, которые сегодня управляют крупнейшими отечественными сетями, начинали карьеру в европейских компаниях и перенесли их подходы в российский бизнес. Тамара тоже прошла обучение по программе, которую разработали западные консультанты для её тогдашней сети. Она до сих пор пользуется правилами выкладки товара, которые выучила на тех курсах двадцать лет назад.

Не всем иностранцам удалось закрепиться на российском рынке. Особенно поучительна история одного из крупнейших французских ритейлеров, который летом 2009 года открыл в России несколько гипермаркетов, а уже осенью того же года объявил об уходе. Компания столкнулась с кризисом, высокой стоимостью площадей, сложной логистикой и сильной конкуренцией уже укоренившихся игроков. История стала напоминанием о том, что даже мировое имя не гарантирует успеха без понимания местного рынка.

В 2010-е годы российская продуктовая розница вступила в эпоху консолидации. Федеральные сети, имевшие доступ к дешёвым деньгам и отлаженную логистику, начали скупать региональных игроков. Региональная сеть, которая годами была лидером в своём городе, внезапно сталкивалась с соседством магазинов федерального конкурента, предлагавшего более низкие цены благодаря масштабу закупок. Многие владельцы предпочитали продать бизнес, пока он ещё стоил дорого.

Для акционеров региональных сетей консолидация нередко оказывалась удачным моментом. Покупатель платил за долю рынка и готовые места, поэтому цена сделки часто превышала ту оценку, которую давал бирже обычный поток прибыли. Акционеры поглощающей компании, напротив, не всегда выигрывали: переплата за приобретение, сложности со сменой вывески и уход части покупателей могли надолго съесть ожидаемую выгоду. О том, как отличить удачную по-

купку сети от неудачной, мы поговорим в седьмой главе.

Механика консолидации была во многом предсказуемой. Федеральная сеть получала от сделки готовые магазины в хороших местах, кадры, знающие местный рынок, и долю, которую иначе пришлось бы завоёвывать годами. Продавец получал деньги и возможность выйти из бизнеса, который становился всё более конкурентным. Покупателю в итоге доставались те же магазины, но под новой вывеской и с новым ассортиментом.

Консолидация шла неравномерно по регионам и форматам. Крупнейшие сети быстро выросли до десятков тысяч магазинов, а их совокупная доля в продуктовой рознице за десятилетие заметно увеличилась. Тем не менее российский рынок по сей день остаётся менее концентрированным, чем рынки многих европейских стран, где несколько сетей контролируют большую часть продаж продуктов. Значительную долю торговли по-прежнему обеспечивают региональные сети, независимые магазины и рынки.

Сокская торговая компания тоже выросла в эпоху консолидации, но с другой стороны. Её основатель, бывший директор оптовой базы, в 2003 году открыл в Самаре первые пять магазинов у дома, а к концу десятилетия довёл их число до трёхсот. В 2010-е годы СТК отказалась продаваться федеральному игроку и вместо этого сама поглотила две региональные сети в соседних областях. Тамара перешла в компанию в 2006 году заместителем директора супермаркета и

с тех пор работает в ней.

Пока продуктовые сети делили между собой города, в стране зарождалась совсем другая торговля. В конце 1990-х годов, когда интернетом пользовалась лишь малая доля населения, в Москве появился первый крупный российский интернет-магазин книг и дисков. Покупатель выбирал товар на сайте, а курьер привозил его домой и получал оплату наличными. Многим тогда казалось, что это забава для узкого круга технически грамотных людей.

Одна из будущих крупнейших площадок страны появилась в 2004 году и начиналась с того, что основательница вместе с мужем перепродавала одежду из зарубежных каталогов, принимая заказы из собственной квартиры. Никакого собственного склада и тем более логистической сети у компании тогда не было, всё помещалось в нескольких комнатах. К началу 2020-х годов этот домашний бизнес превратился в площадку с миллионами заказов в день. Эта история показывает, насколько быстро онлайн-торговля способна расти, если найдёт удачную модель.

Первые десять лет российская электронная коммерция развивалась медленно по понятным причинам. Интернет в регионах был дорогим и медленным, люди не доверяли оплате картой через сайт, а доставка в отдалённые города занимала недели. Почта плохо справлялась с посылками, и покупатели часто предпочитали платить курьеру наличными при получении. Каждая из этих проблем требовала от он-

лайн-магазинов собственных решений, и именно в их поиске родилась современная модель маркетплейса.

Переломным стало распространение смартфонов и мобильного интернета во второй половине 2010-х годов. Покупка в приложении стала занимать минуту, а банковские карты и мобильные платежи сделали оплату привычной и безопасной. Площадки построили сеть пунктов выдачи заказов, до которых покупателю стало удобнее дойти, чем ехать в торговый центр. Об устройстве этой логистики подробно рассказано в книге серии о транспорте и логистике, а здесь нам важен результат: онлайн-покупка превратилась из экзотики в повседневную привычку.

Важно понимать, что площадки выросли не из классической розницы, а параллельно ей и во многом вопреки ей. Крупные продуктовые сети долго смотрели на онлайн как на второстепенное направление. Магазины электроники и одежды открывали свои интернет-магазины, но продолжали считать главным каналом продаж торговый зал. Тем временем площадки, на которых торговали тысячи независимых продавцов, собирали на одной витрине больше товаров, чем мог предложить любой гипермаркет.

Артём слушает мать и понимает, что его собственный бизнес стал возможен только благодаря этой истории. Десять лет назад, чтобы продавать кухонные принадлежности по всей стране, ему пришлось бы договариваться с десятками торговых сетей, арендовать склады и строить отношения с пе-

ревозчиками. Сегодня он загружает товар на склад площадки и получает доступ к сорока миллионам покупателей. Барьер входа в торговлю резко снизился, и это изменило всю отрасль.

Следующий крутой поворот в истории отрасли произошёл в 2022 году. После начала специальной военной операции и введения масштабных западных санкций множество иностранных компаний объявили об уходе с российского рынка или о приостановке работы. Среди них оказались крупнейшие мировые бренды одежды, обуви, электроники, бытовой техники и мебели. Шведский мебельный ритейлер, открывший в России первый магазин больше двадцати лет назад, закрыл все свои торговые центры, и опустевшие площади пришлось заполнять российским арендаторам.

Для потребителя это означало исчезновение привычных брендов и временную растерянность. Для российских ритейлеров — одновременно риск и возможность. Сети одежды и обуви, которые десятилетиями конкурировали с международными марками, вдруг получили освободившиеся торговые площади в лучших торговых центрах. Некоторые бизнесы иностранных компаний были выкуплены российскими владельцами и продолжили работу под новыми вывесками.

Чтобы на прилавках не образовался дефицит, государство разрешило так называемый параллельный импорт. Весной 2022 года правительство и Министерство промышленности и торговли определили перечень товаров, которые разреша-

лось ввозить в страну без согласия правообладателя товарного знака. Это позволило импортёрам закупать оригинальную продукцию у посредников в третьих странах. Смартфоны, ноутбуки, бытовая техника, автомобильные запчасти и многие другие товары продолжили поступать на прилавки, хотя и по более высоким ценам и с более долгими сроками поставки.

Параллельный импорт серьёзно изменил экономику непродовольственной розницы. Цепочки поставок удлинились, появились дополнительные посредники, выросла стоимость логистики и потребность в оборотном капитале. Часть рынка ушла к маркетплейсам, где многочисленные мелкие продавцы оказались гибче крупных сетей в поиске новых каналов закупок. О том, как это сказалось на марже и запасах, мы поговорим в четырнадцатой главе.

Продуктовые сети пережили 2022 год гораздо спокойнее. Большая часть их ассортимента производится в России, а импортные позиции быстро заменялись отечественными аналогами или собственными марками сетей. Весной того года покупатели на несколько недель бросились скупать сахар, крупы и бытовую химию впрок, но паника быстро улеглась. Более серьёзные последствия 2022 год имел для структуры собственности российских ритейлеров.

Здесь мы возвращаемся к конструкции, о которой говорили выше. Многие торговые компании были зарегистрированы за рубежом, а их акции или депозитарные расписки об-

ращались в Лондоне или Нью-Йорке. После 2022 года иностранные биржи перестали торговать бумагами российских компаний, а инфраструктура для выплаты дивидендов через зарубежные депозитарии оказалась заблокированной. Российские инвесторы, купившие бумаги иностранных холдингов, обнаружили, что не могут получить дивиденды, а нередко и распорядиться своими бумагами.

Решением стала редомициляция, то есть перенос регистрации головной компании из иностранной юрисдикции в Россию. Для этого государство создало специальные административные районы на острове Русский во Владивостоке и на острове Октябрьский в Калининграде. Компания, переезжающая в такой район, получает статус международной компании, сохраняет ряд преимуществ иностранного права и одновременно становится российским юридическим лицом. Её акции начинают обращаться на российской бирже, а держатели депозитарных расписок могут обменять их на акции нового юрлица.

В 2021–2025 годах переезд в специальные районы или в другие юрисдикции завершили несколько крупнейших торговых холдингов и онлайн-площадок. Для их акционеров это означало конец многолетней неопределённости и возможность снова получать дивиденды. Процедуры переезда были сложными и растянутыми во времени: часть держателей расписок долго не могла обменять свои бумаги, а иностранные акционеры оказались в особом положении. Тем не ме-

нее итогом стало возвращение крупнейших компаний сектора под российскую юрисдикцию и на российскую биржу.

Для частного инвестора переезд холдингов имеет несколько практических последствий. Во-первых, бумаги вернувшихся компаний теперь торгуются на Московской бирже как обычные российские акции, а дивиденды выплачиваются через российские депозитарии. Во-вторых, у части компаний изменилась структура акционеров, поскольку иностранные фонды либо продали свои доли, либо остались с заблокированными бумагами. В-третьих, обмен депозитарных расписок на новые акции иногда приводил к временному росту предложения бумаг на рынке и давлению на цену.

Тамара вспоминает, как её коллега по работе, бухгалтер из головного офиса, когда-то купила через брокера депозитарные расписки крупной продуктовой сети. Несколько лет она не могла получить дивиденды и не понимала, что происходит с её деньгами. Только после переезда компании в российскую юрисдикцию бумаги удалось обменять, и выплаты возобновились. Тамара из этой истории вынесла простой вывод: прежде чем покупать бумагу, полезно знать, где зарегистрирована компания и через какую инфраструктуру проходят выплаты.

Проверить юрисдикцию компании несложно, и это стоит делать перед любой покупкой. Полное наименование эмитента, страна регистрации и вид ценной бумаги указаны в карточке инструмента у брокера и на сайте биржи. Если вме-

сто обычной акции вы видите депозитарную расписку или бумагу иностранного эмитента, полезно выяснить, через какой депозитарий проходят выплаты и нет ли у них ограничений. Такая проверка занимает несколько минут, но избавляет от сюрпризов, подобных тому, с которым столкнулась коллега Тамары.

Что из всей этой истории важно инвестору сегодня? Прежде всего то, что нынешний облик отрасли сложился очень быстро, буквально на глазах одного поколения. За тридцать с небольшим лет российская торговля прошла путь, на который в Европе и Америке ушло больше полувека: от прилавка к самообслуживанию, от рынков к сетям, от сетей к онлайн-площадкам. Такая скорость означает, что отрасль ещё не устоялась окончательно, и перемены в ней продолжаются.

Второй урок истории касается консолидации. Каждое десятилетие крупные игроки становились крупнее, а мелкие уходили с рынка или продавались. В 2000-е годы сети отбирали покупателя у рынков и ларьков, в 2010-е федеральные компании поглощали региональных, в 2020-е маркетплейсы забирают долю у классической розницы. Инвестору полезно спрашивать себя, на какой стороне этого процесса находится компания, в которую он вкладывает деньги.

Третий урок связан с внешними потрясениями. Дефолт 1998 года, кризис 2008 года, девальвация 2014 года, пандемия и события 2022 года каждый раз меняли правила игры.

Одни компании выходили из потрясений сильнее, захватывая долю ушедших конкурентов, другие исчезали. Как именно ведут себя покупатели и торговые компании в трудные времена, мы подробно разберём в пятнадцатой главе.

Четвёртый урок касается структуры собственности и прав акционеров. История с иностранными холдингами показала, что юридическая конструкция компании может оказаться важнее её операционных успехов. Сеть могла прекрасно работать, открывать магазины и наращивать прибыль, а её акционеры при этом годами не получали дивидендов. Изучая компанию, полезно смотреть не только на магазины, но и на то, кому и через какие юрисдикции она принадлежит.

Пятый урок — о моде на форматы. В разные годы самым перспективным казался то гипермаркет, то онлайн-магазин, то магазин у дома, то дискаунтер. Инвесторы охотно платили высокие мультипликаторы за компании, которые развивали модный формат, а потом с разочарованием наблюдали, как этот формат теряет покупателей. Почему одни форматы растут, а другие угасают, мы разберём в следующей главе.

Артём, выслушав рассказ матери, задаёт ей неожиданный вопрос. Если всё в торговле так быстро меняется, не окажется ли через десять лет, что её супермаркет никому не нужен, потому что все будут заказывать продукты в приложении? Тамара пожимает плечами и отвечает, что такие разговоры она слышит уже пятнадцать лет, а покупатели по-прежнему идут в магазин за свежим хлебом и овощами. Артём не со-

гласен, и этот спор между ними будет продолжаться на протяжении всей книги.

Этот спор отражает реальную неопределённость, с которой сталкивается любой инвестор в секторе. История учит, что каждая новая модель торговли отбирала долю у предыдущей, но никогда не уничтожала её полностью. Рынки не исчезли, когда пришли сети, а магазины у дома не исчезли, когда появились гипермаркеты. Вопрос в том, какую долю займёт каждая модель и сколько будут зарабатывать компании, которые её развивают.

Полезно посмотреть на историю отрасли и через призму того, кто в каждую эпоху получал главную выгоду. В 1990-е годы деньги зарабатывали те, кто первым привозил дефицитный товар, и для этого хватало смелости и сумки челнока. В 2000-е выигрывали те, кто быстрее всех открывал магазины и строил логистику, и здесь главным ресурсом был капитал. В 2010-е выгоду получали те, кто умел эффективно управлять тысячами точек, то есть ключевым преимуществом стали процессы и технологии.

В 2020-е годы главным ресурсом всё больше становятся данные о покупателе и масштаб платформы, на которой встречаются продавцы и покупатели. Площадка, которой пользуются десятки миллионов человек, становится настолько удобной для продавцов, что они приходят на неё сами. Продавцы, в свою очередь, привлекают новых покупателей широким ассортиментом. Этот механизм мы подробно

разберём в двенадцатой главе, когда будем говорить о сетевом эффекте.

Для инвестора смена источника преимущества означает необходимость постоянно пересматривать свои представления. Компания, которая блестяще умела открывать магазины в 2000-е, может оказаться неповоротливой в эпоху онлайна. Наоборот, бывший аутсайдер, вовремя сделавший ставку на новую модель, может обогнать лидеров. Вот почему вчерашняя история успеха не гарантирует завтрашней, и анализ компании никогда не бывает завершён окончательно.

Есть ещё одна деталь, на которую стоит обратить внимание. Российская торговля прошла свой путь в условиях частых экономических потрясений, и это закалило её участников. Компании, пережившие несколько кризисов, умеют быстро сокращать расходы, менять ассортимент и договариваться с поставщиками. Такой опыт трудно увидеть в отчётности, но он проявляется в том, как сеть ведёт себя в очередной трудный год.

Тамара считает, что именно поэтому её компания до сих пор жива и независима. Она помнит, как в 2008 году руководство СТК заморозило открытия, пересмотрело все договоры аренды и за три месяца сократило расходы на десятую часть. Тогда это казалось болезненным, но сеть вышла из кризиса без долгов, которые погубили нескольких её конкурентов. Артём слушает мать и делает в телефоне заметку: спросить у отчётности СТК, как компания вела себя в каж-

дом из прошлых кризисов.

Если подвести черту, история российской торговли оказывается историей очень быстрых перемен: от советского прилавка с тремя очередями к стихийным рынкам 1990-х, от первых сетей самообслуживания к выходу на биржу и консолидации, от онлайн-магазина с курьером к огромным площадкам. Иностранные ритейлеры научили российский рынок технологиям управления, а события 2022 года заставили отрасль перестроить цепочки поставок и вернуть головные компании под российскую юрисдикцию. Каждая эпоха меняла источник преимущества, и инвестору важно понимать, на чём держится успех компании сегодня.

Одним из главных факторов успеха в рознице остаётся формат, то есть тип магазина, который сеть выбирает для работы с покупателем. Небольшой магазин у дома, огромный гипермаркет, дискаунтер и магазин фиксированных цен живут по совершенно разным экономическим законам. Артём каждый день проходит мимо нескольких таких магазинов на одной улице, и в следующей главе мы пройдём этот путь вместе с ним.

Глава 3. Форматы магазинов от киоска до гипермаркета

В субботу утром Артём идёт от своего дома к остановке и решает посчитать, мимо скольких магазинов пролегает его обычный маршрут длиной в полкилометра. На первом этаже его собственного дома работает магазин у дома «Рядом», где он по пути домой берёт хлеб и молоко. Через дорогу недавно открылся дискаунтер другой сети с товаром прямо на поддонах и ценами, которые заметно ниже. Чуть дальше стоит магазин фиксированных цен, куда жена Артёма заходит за мелочами для дома, а на углу в небольшом павильоне продают выпечку и кофе навынос. У остановки висит рекламный щит гипермаркета, который находится в двадцати минутах езды на машине.

Пять магазинов на одной улице продают во многом похожие товары, но устроены совершенно по-разному. У них разная площадь, разное число товаров на полках, разные покупатели и разный средний чек. Артём замечает, что сам заходит в каждый из этих магазинов по своей причине и в свой день недели. В хлебный павильон он забегает каждое утро, в дискаунтер — раз в неделю за крупной покупкой, а в гипермаркет ездит теперь только перед праздниками.

Тип магазина в отрасли называют форматом. Формат

определяет площадь торгового зала, ширину ассортимента, расположение, уровень цен и сервиса, а в итоге и экономику бизнеса. Две сети, торгующие одними и теми же продуктами, но в разных форматах, могут иметь совершенно разную маржу, скорость роста и чувствительность к кризису. Понимание форматов — первый шаг к тому, чтобы читать отчётность ритейлера осмысленно.

Начнём с главного формата российской розницы — магазина у дома. Обычно это помещение с торговым залом от 200 до 400 квадратных метров на первом этаже жилого дома или в отдельно стоящем павильоне в спальном районе. Ассортимент такого магазина составляет несколько тысяч наименований, от трёх до пяти тысяч, и охватывает всё необходимое для повседневных покупок. Здесь есть хлеб, молочные продукты, овощи, мясо и колбасы, бакалея, бытовая химия, товары для детей и животных.

Главное преимущество магазина у дома — близость. Покупатель приходит пешком, тратит на покупку десять-пятнадцать минут и возвращается домой. Такие магазины посещают часто, иногда каждый день, и средний чек в них невысокий: несколько сотен рублей. У СТК в магазинах «Рядом» средний чек составляет 550 рублей, а через кассы зрелого магазина за день проходит около 550 покупателей.

Российские крупнейшие сети построили свои империи именно на этом формате. У лидеров рынка десятки тысяч магазинов у дома по всей стране, и эти магазины дают ос-

новную часть их выручки. Формат хорошо подходит к российской городской застройке, где большинство людей живёт в многоэтажных домах, а значительная часть покупателей не пользуется машиной для ежедневных покупок. Он одинаково работает и в крупных городах, и в небольших посёлках.

Экономика магазина у дома держится на высокой проходимости и небольших затратах на одного покупателя. Такой магазин не требует огромных вложений, его можно открыть за несколько месяцев в арендованном помещении. Ассортимент стандартизирован, выкладка расписана по планограммам, а управление централизовано, поэтому сеть может открывать сотни таких магазинов в год. Подробно экономику одного магазина «Рядом» мы разберём в следующей главе.

У формата есть и слабые стороны. Из-за небольшой площади трудно предложить широкий выбор свежих продуктов, а на сложные категории вроде рыбы или кулинарии просто не хватает места. Магазин у дома особенно уязвим к конкуренции: если в соседнем доме откроется магазин другой сети, покупатели легко переключатся, потому что расстояние до обоих одинаковое. Наконец, многие лучшие места для таких магазинов в крупных городах уже заняты, и найти новое помещение с хорошей проходимостью становится всё сложнее.

Следующий по размеру формат — супермаркет с торговым залом от 600 до 2 000 квадратных метров. Ассортимент супермаркета шире, обычно от 10 до 15 тысяч наименований, и главное его отличие — свежие продукты. В хорошем

супермаркете есть собственная пекарня, отдел кулинарии, прилавки с мясом и рыбой на развес, большой выбор фруктов и овощей. Покупатель приходит сюда не за пакетом молока, а за продуктами на несколько дней или за чем-то особенным к ужину.

Тамара руководит супермаркетом «Сокол» с торговым залом в 1 000 квадратных метров. По её словам, главная битва супермаркета происходит у прилавков со свежими продуктами. Покупатель может купить консервы и макароны где угодно, но выбирает магазин по качеству мяса, хлеба и овощей. Если свежие продукты в супермаркете хорошие, человек будет ездить к нему, даже если рядом с домом есть магазин поменьше.

Свежие продукты — одновременно сила и головная боль супермаркета. Они привлекают покупателей и приносят высокую наценку, потому что покупатель готов платить за свежесть и качество. При этом они быстро портятся, и часть товара приходится списывать. Тамара говорит, что её магазин ежедневно выбрасывает или уценяет продукты на десятки тысяч рублей, и задача директора — найти баланс между полными витринами и минимальными потерями.

Средний чек в супермаркете выше, чем в магазине у дома. У «Сокола» он составляет 1 100 рублей, вдвое больше, чем у «Рядом». Покупатели приходят реже, но покупают больше, и часто это семьи, которые приезжают на машине. Поэтому для супермаркета важна парковка и удобный подъезд,

и лучшие места для него находятся на оживлённых улицах, у транспортных узлов или в небольших торговых центрах.

Экономика супермаркета сложнее, чем у магазина у дома. Затраты на персонал выше, потому что в отделах свежих продуктов работают продавцы на развес, пекари, повара кулинарии. Аренда большого помещения стоит дороже, а оборудование для мясного и рыбного отделов требует серьёзных вложений. Зато правильно выстроенный супермаркет приносит хорошую выручку на квадратный метр и создаёт сети имидж, который помогает и другим её форматам.

Супермаркеты в России развиваются медленнее, чем магазины у дома. Сеть СТК открывает в год не больше пяти-шести «Соколов», тогда как магазинов «Рядом» — сотни. Причина в том, что для супермаркета нужно больше денег, больше квалифицированных кадров и правильное место, найти которое непросто. К тому же формат испытывает давление с двух сторон: снизу его теснят дешёвые дискаунтеры, сверху — онлайн-доставка, которая забирает часть самых обеспеченных покупателей.

Самый крупный формат продуктовой розницы — гипермаркет. Это огромный магазин с торговым залом от 5 до 15 тысяч квадратных метров, обычно расположенный на окраине города или в составе большого торгового центра. В гипермаркете продаются десятки тысяч наименований: не только продукты, но и одежда, бытовая техника, посуда, товары для сада, игрушки, книги. Покупатель приезжает сюда на маши-

не раз в неделю или реже, чтобы закупиться на большую сумму.

В 2000-е годы гипермаркеты считались самым перспективным форматом российской розницы. Их строили крупные иностранные и отечественные сети, а покупатели ездили в них как на прогулку целыми семьями по выходным. Широкий ассортимент, низкие цены за счёт масштаба и возможность купить всё в одном месте казались непобедимыми преимуществами. Инвесторы охотно платили высокие мультипликаторы за компании, которые развивали этот формат.

Однако уже в 2010-е годы стало ясно, что звёздный час гипермаркетов позади. Продажи на квадратный метр снижались, посещаемость падала, а многие гипермаркеты стали работать в убыток. Сети начали сокращать площади, сдавать часть зала в субаренду другим магазинам, а то и вовсе закрывать отдельные объекты. Тенденция затронула не только Россию, но и большинство развитых стран.

Причин упадка гипермаркетов несколько, и все они важны для инвестора. Первая причина — изменение привычек покупателя. Люди стали покупать чаще и понемногу, не желая тратить полдня на поездку и стояние в очередях. Магазин у дома и дискаунтер в шаговой доступности оказались удобнее, а разница в цене перестала оправдывать поездку на окраину.

Вторая причина связана с ростом онлайн-торговли. Именно непродовольственные товары, которые давали гипермар-

кетам высокую маржу, первыми ушли в интернет. Покупатель, которому нужен утюг или детская куртка, всё реже идёт за ними в гипермаркет и всё чаще заказывает на площадке с доставкой в пункт выдачи. Гипермаркет потерял ту часть ассортимента, ради которой его когда-то и строили.

Третья причина кроется в тяжести постоянных затрат. Огромное здание требует больших расходов на отопление, освещение, охрану, уборку и обслуживание. Эти затраты почти не зависят от числа покупателей, поэтому падение посещаемости быстро съедает прибыль. Стоимость строительства или аренды крупного здания высокая, а продать или переоборудовать его в случае неудачи сложно.

Четвёртая причина носит демографический характер. Поколение, которое росло в эпоху дефицита и привыкло запасаться впрок, постепенно уступило место покупателям, предпочитающим свежие продукты и небольшие покупки. Семьи стали меньше, а одиноко живущих людей больше, и им не нужны огромные тележки с недельным запасом. Эти перемены подорвали саму идею закупки на неделю вперёд.

Что делают сети с гипермаркетами сегодня? Одни превращают их в гибридные объекты, где часть площади занимает продуктовый магазин меньшего размера, а остальное сдаётся другим арендаторам: аптекам, кафе, пунктам выдачи заказов, магазинам одежды. Другие используют часть зала как склад для онлайн-заказов, о чём мы поговорим в тринадцатой главе. Третьи просто постепенно закрывают нерента-

бельные объекты.

Для инвестора история гипермаркетов служит важным уроком. Формат, который выглядит непобедимым, может за десятилетие превратиться в обузу. Если сеть зависит от гипермаркетов, её прибыль может годами снижаться, даже если общий рынок растёт. При анализе компании полезно смотреть, какую долю выручки дают разные форматы и как меняются их продажи.

Противоположный гипермаркету полюс занимает дискаунтер. Это магазин с ограниченным ассортиментом и низкими ценами, где экономия достигается за счёт простоты всего бизнеса. Обычный дискаунтер предлагает от 1 500 до 3 000 наименований, а так называемый жёсткий дискаунтер — и того меньше, иногда всего около тысячи. Товар часто выставляется прямо на поддонах или в транспортной упаковке, оформление зала скромное, персонала минимум.

Логика дискаунтера проста: каждая сэкономленная копейка затрат превращается в низкую цену для покупателя. Узкий ассортимент позволяет закупать каждый товар огромными партиями и получать от поставщиков лучшие условия. Выкладка товара в коробках экономит время персонала, а небольшое число позиций упрощает логистику и учёт. Значительная часть ассортимента часто представлена собственными марками сети, о которых мы подробно поговорим в десятой главе.

Классическим примером формата служат немецкие жёст-

кие дискаунтеры, которые за несколько десятилетий завоевали значительную долю продуктового рынка Германии и распространились по многим странам Европы. Их модель изучают ритейлеры по всему миру. Покупатель в таких магазинах соглашается на ограниченный выбор и минимальный сервис ради заметно более низких цен. Такая модель особенно привлекательна в годы, когда доходы населения перестают расти.

В России жёсткие дискаунтеры долго оставались нишевым явлением, но в последние годы стали одним из самых быстрорастущих форматов. Крупнейшие продуктовые ритейлеры запустили собственные сети жёстких дискаунтеров, а независимые сети подобного типа выросли до тысяч магазинов. Особенно быстро этот формат развивается в малых городах и на окраинах, где покупатели наиболее чувствительны к цене. Рост дискаунтеров отражает изменение поведения покупателя, о котором мы поговорим в пятнадцатой главе.

Экономика дискаунтера интересна тем, что он зарабатывает за счёт сверхнизких затрат, а не высокой наценки. Валовая маржа у такого магазина обычно ниже, чем у магазина у дома, но и расходы на персонал, аренду и обслуживание существенно меньше. Если сеть выдерживает дисциплину затрат, итоговая рентабельность может оказаться не хуже, чем у обычного магазина. При этом дискаунтеру нужен очень большой поток покупателей, иначе низкая наценка не

покроет даже скромных расходов.

Сеть СТК пока не открывала дискаунтеров, и на совете директоров этот вопрос обсуждается уже второй год. Сторонники идеи говорят, что федеральные игроки активно открывают жёсткие дискаунтеры в Поволжье, и рано или поздно они начнут отбирать покупателей у «Рядом». Противники опасаются, что собственный дискаунтер начнёт отнимать покупателей у собственных же магазинов и снизит общую маржу. Этот спор хорошо иллюстрирует, как сложно выбирать формат на зрелом рынке.

Особое место среди форматов занимают магазины фиксированных цен. Их идея родилась в США, где ещё с конца XIX века существовали магазины «всё по пять и десять центов». Современный магазин фиксированных цен продаёт товары по ограниченному набору ценовых уровней, например по 50, 100, 150 и 200 рублей. В ассортименте преобладают непродовольственные мелочи: посуда, бытовая химия, канцелярия, товары для праздников, косметика, игрушки, хотя есть и продукты.

Привлекательность формата для покупателя объясняется психологией. Человек заходит в магазин за одной вещью, а уходит с пакетом мелких покупок, каждая из которых кажется недорогой. Ассортимент постоянно обновляется, и покупатель знает, что в следующий раз найдёт что-то новое. Такой магазин превращает поход за мелочами в своего рода развлечение, а импульсные покупки составляют значитель-

ную долю выручки.

Экономика магазина фиксированных цен держится на умении закупать товар так, чтобы он укладывался в заданную цену и при этом приносил хорошую наценку. Если себестоимость растёт, сеть меняет товар, упаковку или объём, но сохраняет привычную покупателю цену. При высокой инфляции это становится сложной задачей, и сети время от времени вынуждены поднимать ценовые уровни. Валовая маржа таких магазинов обычно выше, чем у продуктовых сетей, а площадь небольшая, поэтому формат может приносить хорошую отдачу на вложенный капитал.

Отдельно стоит сказать о сверхмалых форматах, которые бурно развиваются в последние годы. Это магазины площадью 50–100 квадратных метров, павильоны у остановок, мини-пекарни с кофе навынос, микромаркеты в офисах и жилых комплексах, торговые автоматы со свежей едой. Ассортимент таких точек совсем узкий, несколько сотен наименований, рассчитанных на быструю покупку по дороге. Покупатель платит за удобство, поэтому цены здесь часто выше, чем в обычном магазине у дома.

Сверхмалые форматы привлекательны тем, что их можно открыть почти где угодно и за небольшие деньги. Микромаркет в офисном здании или жилом комплексе вообще может работать без продавца: покупатель берёт товар из холодильника и платит через терминал или приложение. Такие точки часто принадлежат крупным сетям, которые таким образом

проникают туда, где обычный магазин не поместится. Впрочем, их доля в общей выручке сетей пока невелика, а экономика многих подобных проектов остаётся экспериментальной.

Совсем иначе устроен мелкооптовый формат, известный под английским названием «плати и забирай». Это огромные склады-магазины, рассчитанные не на частных покупателей, а на владельцев кафе, ресторанов, небольших магазинов, офисов и гостиниц. Товар продаётся крупными упаковками, а для покупок часто нужна карта клиента, выдаваемая юридическим лицам и предпринимателям. Средний чек здесь в разы выше, чем в любом розничном формате.

Мелкооптовые центры работают с низкой наценкой, потому что их покупатели — профессионалы, которые хорошо знают цены и умеют считать. Зато они обеспечивают стабильный поток крупных заказов и почти не тратятся на рекламу и оформление. В последние годы мелкий опт активно уходит в онлайн: владелец кафе заказывает продукты на неделю через приложение, а доставка привозит их прямо на кухню. Этот сегмент меньше заметен рядовому покупателю, но для экономики торговли он важен.

На другом полюсе находятся премиальные сети и гастрономические рынки. Премиальный супермаркет предлагает дорогие продукты, деликатесы, импортные товары, широкий выбор готовой еды и высокий уровень обслуживания. Такие магазины работают в основном в крупных городах, где до-

статочно обеспеченных покупателей. Средний чек в них в несколько раз выше, чем в обычном супермаркете, а наценка на многие позиции значительно выше среднего.

Экономика премиального формата имеет свои особенности. Высокая наценка частично съедается высокими затратами: дорогой арендой в центре города, квалифицированным персоналом, качественной отделкой, большими потерями на деликатесах с коротким сроком годности. Аудитория премиальных магазинов ограничена, и формат почти невозможно тиражировать по всей стране. Зато такие сети хорошо переносят времена, когда средний покупатель экономит, потому что их клиенты менее чувствительны к колебаниям доходов.

Гастрономические рынки появились в российских городах в 2010-е годы. Обычно это перестроенный старый колхозный рынок или новое пространство, где под одной крышей работают фермерские прилавки и десятки небольших кафе с разными кухнями. Люди приходят сюда не только за покупками, но и за впечатлениями, чтобы пообедать, встретиться с друзьями, провести время. Владелец такого рынка зарабатывает не на продаже товаров, а на аренде мест арендаторам, поэтому экономика рынка ближе к коммерческой недвижимости, чем к рознице.

Тамара относится к гастрономическим рынкам с интересом, но без восторга. Она признаёт, что выглядят они замечательно и создают особую атмосферу, но напоминает, что большинство людей покупают продукты не ради впечатле-

ний, а по необходимости. По её мнению, гастрономические рынки займут свою нишу, но не изменят правила игры в массовом сегменте. Артём, напротив, считает, что такие пространства показывают, куда движется торговля: от простой продажи к развлечению и общению.

Особую группу составляют специализированные сети, которые работают в одной или нескольких близких товарных категориях. Сюда относятся сети магазинов косметики и бытовой химии, зоомагазины, мясные лавки производителей, пекарни, магазины здорового питания, фруктовые и овощные лавки. Каждая из этих сетей конкурирует с универсальными продуктовыми магазинами за свою категорию, предлагая более широкий выбор и экспертное обслуживание.

Сети косметики и бытовой химии стали одним из самых заметных специализированных форматов. Их магазины небольшие, расположены у дома или в торговых центрах, а ассортимент насчитывает тысячи наименований средств ухода, декоративной косметики и товаров для дома. Покупатель приходит туда за выбором, которого нет в продуктовом магазине, и за консультацией продавца. Наценка в этой категории выше продуктовой, но конкуренция с маркетплейсами здесь особенно острая, потому что косметику и шампуни легко заказать онлайн.

Зоомагазины выросли вместе с числом домашних животных в городских семьях. Владельцы кошек и собак всё чаще покупают корма премиального класса, лекарства, аксессуары

и услуги груминга, и многие готовы тратить на питомцев заметные суммы. Специализированные сети зоотоваров предлагают более широкий выбор, чем продуктовые магазины, и консультации по питанию животных. Эта категория считается относительно устойчивой к кризисам: люди экономят на себе, но редко экономят на питомцах.

Мясные лавки и пекарни — интересный пример того, как производители выходят напрямую к покупателю. Крупные мясокомбинаты и хлебозаводы открывают собственные магазины, чтобы не зависеть от торговых сетей и получать розничную наценку. Для них такие магазины часто служат витриной бренда и способом проверять новые продукты. Подробнее о том, как производители продуктов строят отношения с торговыми сетями, рассказано в книге серии об агрохолдингах и пищевой промышленности.

Выбор формата сильно зависит и от географии. В городах-миллионниках покупатель избалован выбором: на одной улице могут соседствовать три сети магазинов у дома, дискаунтер и премиальный супермаркет. В малых городах и посёлках всё иначе, там часто работает один-два сетевых магазина, а остальную торговлю обеспечивают местные лавки и рынок. Сеть, которая приходит в такой город первой и выбирает подходящий формат, получает почти монопольное положение на годы вперёд. Именно поэтому крупнейшие сети так активно осваивали малые населённые пункты в последнее десятилетие.

Ещё один фактор — тип помещения. Магазину у дома достаточно первого этажа жилого дома, супермаркету нужен отдельный вход и разгрузочная зона, а гипермаркету — целое здание с парковкой. Застройщики новых жилых кварталов сегодня сразу проектируют помещения под магазины у дома и заранее договариваются с сетями об аренде. Это превращает формат в часть городской среды, а выбор хорошего помещения — в важное конкурентное преимущество сети.

Теперь, когда мы прошли по всей улице Артёма, можно сравнить форматы между собой с точки зрения инвестора. Формат определяет четыре важнейших параметра бизнеса: среднюю наценку, средний чек, затраты на один квадратный метр и скорость, с которой сеть может расти. Эти параметры связаны между собой, и улучшение одного почти всегда требует уступок по другому. Понимание этих связей помогает предсказать, как поведёт себя компания при изменении внешних условий.

Начнём с наценки и валовой маржи. Самая низкая валовая маржа обычно у мелкооптовых центров и жёстких дискаунтеров, у которых она может составлять 15–20% выручки. Магазины у дома и обычные дискаунтеры находятся в середине шкалы, около 22–26%. У супермаркетов со свежими продуктами и премиальных сетей валовая маржа выше, а у магазинов фиксированных цен, косметики и зоотоваров она может превышать 30–40%. Все эти цифры ориентировочные, но общее соотношение между форматами сохраня-

ется год от года.

Высокая валовая маржа сама по себе ещё не означает высокой прибыли. Премиальный супермаркет зарабатывает с каждого рубля продаж больше дискаунтера, но тратит гораздо больше на аренду, персонал и потери. Дискаунтер получает меньше с рубля, но и расходует меньше. В итоге операционная рентабельность форматов различается не так сильно, как их наценки, а иногда скромный дискаунтер оказывается прибыльнее нарядного супермаркета.

Средний чек связан с частотой посещений обратной зависимостью. В сверхмалом формате и хлебном павильоне чек составляет сотни рублей, но покупатель заходит почти каждый день. В магазине у дома чек выше, а посещения реже, в супермаркете — ещё выше и ещё реже, в гипермаркете и мелкооптовом центре — самый высокий чек при самых редких визитах. Каждый формат занимает свою нишу в недельном цикле покупок семьи.

Для инвестора важно, что формат с маленьким чеком и частыми посещениями обычно устойчивее к переменам. Если покупатель заходит в магазин у дома пять раз в неделю, у него вырабатывается привычка, которую трудно сломать. Покупатель гипермаркета, который ездит туда раз в неделю, гораздо легче переключается на другой магазин или на онлайн-заказ. Частота посещений создаёт для сети своеобразную подушку лояльности.

Затраты на квадратный метр сильно различаются по фор-

матам. Открыть магазин у дома в арендованном помещении стоит относительно недорого, а построить гипермаркет с парковкой — в десятки раз дороже. Небольшие форматы требуют меньших вложений на старте и быстрее окупаются, что позволяет сети расти быстрее при ограниченных деньгах. Крупные форматы требуют больших вложений, и ошибка с выбором места обходится гораздо дороже.

Отсюда вытекает четвёртый параметр — скорость роста. Сеть магазинов у дома или дискаунтеров может открывать сотни, а иногда и тысячи точек в год, если у неё есть деньги и отлаженные процессы. Сеть супермаркетов открывает единицы или десятки магазинов, а сеть гипермаркетов — несколько в год в лучшем случае. Поэтому компании с малыми форматами обычно растут быстрее, и инвесторы готовы платить за них больше.

Посмотрим, как эти параметры складываются на примере двух форматов СТК. Магазин у дома «Рядом» с торговым залом 300 квадратных метров приносит за год около 110 млн рублей выручки. Супермаркет «Сокол» в 1 000 квадратных метров приносит около 450 млн рублей, то есть больше в четыре раза при площади больше в три с третью раза. Выручка на квадратный метр у «Рядом» составляет примерно 367 тысяч рублей в год, у «Сокола» — около 450 тысяч рублей.

На первый взгляд супермаркет выглядит эффективнее, ведь каждый его метр приносит больше выручки. Однако открытие «Сокола» обходится сети гораздо дороже в пересчё-

те на метр, потому что в нём больше сложного оборудования, а затраты на персонал и потери в отделах свежих продуктов выше. Если сравнить итоговую отдачу на вложенный рубль, магазин у дома у СТК оказывается выгоднее. Именно поэтому совет директоров направляет основную часть денег на расширение сети «Рядом».

Многие сети используют несколько форматов одновременно, и это создаёт свои преимущества. Общие закупки позволяют получать от поставщиков лучшие условия, общая логистика снижает затраты, а разные форматы охватывают разных покупателей и разные ситуации покупки. Покупатель может ходить в магазин у дома сети по будням, а по выходным ездить в её супермаркет, и сеть получает его деньги в обоих случаях.

У многоформатности есть и обратная сторона. Каждый формат требует своего ассортимента, своей логистики, своих стандартов работы и своей команды управленцев. Если сеть распыляет внимание на слишком много форматов, ни один из них может не получить должного развития. Аналитики нередко отмечают, что лучшие результаты показывают сети, которые хорошо умеют управлять одним-двумя основными форматами, а не пытаются охватить всё сразу.

При анализе торговой компании полезно задать себе несколько вопросов, связанных с форматами. Какую долю выручки даёт каждый формат и какие из них растут, а какие сокращаются? Не слишком ли велика зависимость от фор-

мата, который теряет популярность, например от гипермаркетов? Есть ли у сети в портфеле растущие форматы, такие как дискаунтеры или сверхмалые магазины, и насколько они прибыльны?

Типичная ошибка новичка — оценивать сеть по её самому заметному магазину. Инвестор видит красивый флагманский супермаркет в центре города и делает вывод о всей компании, хотя основную выручку она получает от сотен невзрачных магазинов у дома на окраинах. Другая ошибка — считать, что модный формат обязательно принесёт прибыль. Многие сети в погоне за трендом открывали сверхмалые магазины или кофейни, которые так и не вышли на окупаемость.

Третья ошибка — путать рост площади с ростом бизнеса. Сеть может открывать гипермаркеты и хвастаться приростом торговых площадей, но если каждый новый метр приносит всё меньше выручки, такой рост разрушает стоимость. Четвёртая ошибка — забывать, что форматы конкурируют не только между сетями, но и внутри одной сети. Новый дискаунтер может забрать покупателей у собственного магазина у дома, и в итоге общая выручка вырастет меньше, чем ожидалось.

Тамара, выслушав рассуждения сына о форматах, рассказывает ему о своём опыте. Она двадцать лет наблюдает, как меняются привычки покупателей её района. Двадцать лет назад люди приезжали в супермаркет раз в неделю с большой

тележкой. Теперь они чаще заходят на несколько минут по дороге с работы, берут готовую еду и свежий хлеб, а тяжёлые покупки заказывают с доставкой.

Наблюдения Тамары подтверждают общую тенденцию: формат должен подстраиваться под меняющееся поведение покупателя. Супермаркет «Сокол» за последние годы расширил отдел готовой еды, добавил зону с кофе и выпечкой, выделил место для сборки онлайн-заказов. Если бы магазин остался таким, каким был двадцать лет назад, он бы, скорее всего, уже закрылся. Гибкость формата становится одним из важнейших качеств успешной сети.

Если подвести итог главы, формат магазина определяет его ассортимент, цены, расходы, средний чек, частоту посещений и скорость, с которой сеть может расти. Магазин у дома стал главным форматом российской розницы благодаря близости к покупателю и простоте тиражирования. Гипермаркеты теряют популярность, дискаунтеры и сверхмалые форматы растут, а специализированные сети занимают свои ниши.

Инвестору полезно понимать, какую долю выручки дают разные форматы компании и в каком направлении движется каждый из них. Теперь мы готовы заглянуть внутрь одного конкретного магазина и посчитать его экономику. В следующей главе Тамара разберёт месячный отчёт своего супермаркета, а мы на примере магазина «Рядом» узнаем, сколько стоит открыть точку, когда она начинает приносить прибыль

и почему одни магазины кормят всю сеть, а другие приходится закрывать.

Глава 4. Экономика одного магазина

Во вторник, в девять утра, Тамара собирает в своём кабинете планёрку. За столом сидят заместитель, старший кассир, заведующие отделами свежих продуктов и бакалеи, кладовщица. На экране ноутбука открыт месячный отчёт супермаркета, который вчера прислали из головного офиса СТК. Выручка за прошлый месяц — 40 млн рублей, на два процента меньше плана, списания свежих продуктов составили 1,2 млн рублей, а фонд оплаты труда вырос на полмиллиона из-за переработок в праздничные дни. Тамара по очереди спрашивает каждого заведующего, почему его отдел отстал от плана и что он предлагает сделать.

Артём однажды попросил мать показать такой отчёт и был поражён, насколько он похож на финансовую отчётность публичной компании, только в миниатюре. В нём есть выручка, себестоимость проданных товаров, валовая прибыль, расходы на персонал, аренду, коммунальные платежи и прочие нужды, а внизу — прибыль магазина. Каждый из трёх тысяч магазинов «Рядом» и каждый из ста супермаркетов «Сокол» ежемесячно получает такой отчёт. Из этих отчётов, как из кирпичиков, складывается итоговая отчётность всей сети.

Понимание экономики одного магазина — ключ к пониманию всей торговой компании. Если вы знаете, сколько стоит открыть типичную точку, сколько она приносит выручки и прибыли и через сколько лет окупается, вы можете оценить, создаёт ли сеть стоимость, открывая новые магазины. Если отдельный магазин зарабатывает мало, никакой масштаб не превратит сеть в прибыльный бизнес. Поэтому разговор о ритейле полезно начинать не с итоговых показателей компании, а с её базовой ячейки.

Первое, что нужно понять, — разницу между общей и торговой площадью. Общая площадь магазина включает всё помещение: торговый зал, склад, зону приёмки товара, подсобные помещения, кабинет директора и комнату для персонала. Торговая площадь — это только та часть, где стоят полки и ходят покупатели. Обычно торговая площадь магазина у дома составляет около двух третей общей, а у магазина «Рядом» это 300 квадратных метров из 450.

Сети в своей отчётности обычно указывают именно торговую площадь, потому что она лучше отражает способность магазина продавать. Аренду же платят за всю общую площадь, и это важно учитывать при расчётах. Если две сети показывают одинаковую выручку на метр торговой площади, но у одной склады в магазинах больше, её затраты на аренду в пересчёте на рубль выручки будут выше. Такие нюансы редко бросаются в глаза, но влияют на прибыль.

Главный показатель эффективности использования пло-

щади — выручка на квадратный метр торговой площади в год. Его считают, разделив годовую выручку магазина или сети на среднюю за год торговую площадь. Средняя площадь берётся потому, что новые магазины открываются в течение года, и если разделить выручку на площадь на конец года, показатель окажется заниженным. Многие сети раскрывают этот показатель в годовых отчётах, и по нему удобно сравнивать магазины одного формата.

Для магазина «Рядом» выручка на метр, как мы уже видели в прошлой главе, составляет около 367 тысяч рублей в год. Если магазин приносит 400 тысяч рублей с метра, он работает лучше среднего по сети, если 300 тысяч — заметно хуже. Однако сравнивать этот показатель между разными форматами нельзя напрямую: супермаркет с широким ассортиментом свежих продуктов и магазин у дома живут в разной экономике. Сравнение имеет смысл только внутри одного формата и с учётом региона.

Теперь посчитаем, из чего складывается выручка зрелого магазина «Рядом». Каждый день через его кассы проходит в среднем около 550 покупателей, и каждый оставляет примерно 550 рублей. За день магазин продаёт товаров на 302 тысячи рублей, а за год, умножив эту сумму на 365 дней, — примерно на 110 млн рублей. Цифры округлены, но порядок величин типичен для российского магазина у дома.

Эту выручку можно разложить и по товарным категориям. Примерно треть продаж приходится на свежие продук-

ты: овощи, фрукты, хлеб, молочную продукцию, мясо и птицу. Ещё около четверти — на бакалею: крупы, макароны, масло, консервы, сладости, чай и кофе. Остальное делят напитки, замороженные продукты, бытовая химия, средства гигиены, товары для животных и небольшая доля непродовольственных мелочей. Структура продаж влияет на маржу, потому что наценка в разных категориях разная.

Выручка сильно колеблется по дням недели и месяцам, и это тоже часть экономики магазина. Пятница и суббота обычно дают больше выручки, чем вторник и среда, а декабрь — больше, чем февраль. Подробнее о сезонности и её причинах мы поговорим в шестой главе, а здесь отметим лишь, что для расчёта годовой экономики используются средние показатели. Месячный отчёт магазина всегда нужно сравнивать с тем же месяцем прошлого года, а не с предыдущим месяцем.

Тамара на планёрке как раз сталкивается с этой проблемой. Её супермаркет за прошлый месяц отстал от плана на два процента, но месяц был коротким, а на его выходные пришлась холодная погода. Она объясняет заведующим, что отставание может оказаться не их виной, а следствием календаря. Тем не менее она просит проверить, не стало ли меньше покупателей в будние дни, потому что это уже тревожный признак.

Следующая строка отчёта — себестоимость проданных товаров. Это сумма, которую сеть заплатила поставщикам

за товары, проданные в этом магазине, плюс затраты на их доставку с распределительного центра и потери от порчи и краж. Разница между выручкой и себестоимостью называется валовой прибылью, а её доля в выручке — валовой маржой. У магазина «Рядом» валовая маржа составляет 24%, то есть из 110 млн рублей выручки валовая прибыль равна 26,4 млн рублей.

Важно понимать, что валовая маржа магазина в значительной степени определяется не директором, а головным офисом сети. Закупочные цены, условия поставщиков, цены на полке и промоакции устанавливаются централизованно. Директор магазина может влиять на валовую маржу главным образом через потери: если товар хранится правильно, вовремя уценяется и не залёживается, списаний меньше. Как формируется валовая маржа на уровне сети, мы подробно разберём в восьмой главе.

Из валовой прибыли магазин оплачивает все свои расходы. Крупнейшая из них приходится на персонал магазина. В магазине «Рядом» работают 14 человек, если считать полные ставки: директор, его заместитель, кассиры-продавцы, работники торгового зала, которые выкладывают товар, и приёмщик. Магазин открыт с восьми утра до одиннадцати вечера без выходных, поэтому сотрудники работают в две смены по графику. Расходы на персонал вместе с налогами и взносами составляют около 10,45 млн рублей в год, то есть примерно 9,5% выручки.

Если разделить эту сумму на 14 человек, получится около 62 тысяч рублей в месяц на одного сотрудника. Из этой суммы примерно четверть составляют страховые взносы, которые платит работодатель, а остальное — начисленная зарплата до вычета налога на доходы. Зарплата кассира на руках получается заметно меньше этой средней цифры, а зарплата директора — больше. Персонал — та статья расходов, которая быстрее всего растёт в последние годы, и о причинах этого мы поговорим в одиннадцатой главе.

Вторая крупная статья расходов связана с арендой. Магазин «Рядом» арендует помещение площадью 450 квадратных метров на первом этаже жилого дома и платит владельцу около 4,95 млн рублей в год. Это примерно 917 рублей за квадратный метр общей площади в месяц, или 4,5% выручки магазина. Арендная ставка зависит от города, района и проходимости места, и в центре крупного города может быть в разы выше.

Многие договоры аренды с торговыми сетями заключаются на долгий срок, обычно на 10 лет и больше, с ежегодной индексацией ставки. Часть договоров предусматривает не фиксированную плату, а процент от выручки магазина, иногда с минимальным гарантированным платежом. Для сети такой договор удобен, потому что в плохие времена аренда снижается вместе с продажами. Для собственника помещения он рискованнее, но позволяет зарабатывать больше, если магазин процветает.

Третья статья включает коммунальные платежи магазина. Продуктовый магазин потребляет много электричества: холодильные витрины, морозильные лари, освещение, кондиционирование, кассовое оборудование работают почти круглосуточно. Для магазина «Рядом» расходы на электричество, отопление, воду и вывоз мусора составляют около 1,65 млн рублей в год, или 1,5% выручки. Эта статья растёт вместе с тарифами и сильно зависит от того, насколько современное холодильное оборудование стоит в магазине.

Четвёртая группа — прочие расходы точки. Сюда входят охрана, уборка, ремонт оборудования, расходные материалы вроде пакетов и кассовой ленты, комиссия банку за приём оплаты картами, мелкий текущий ремонт помещения. Для магазина «Рядом» эти расходы составляют около 1,65 млн рублей в год, ещё 1,5% выручки. По отдельности каждая из этих статей кажется мелочью, но вместе они заметно влияют на прибыль.

Теперь можно сложить все расходы и посчитать, сколько зарабатывает зрелый магазин. Валовая прибыль составляет 26,4 млн рублей, из неё вычитаются 10,45 млн на персонал, 4,95 млн на аренду, 1,65 млн на коммунальные платежи и 1,65 млн на прочие расходы. Остаётся 7,7 млн рублей прибыли магазина до амортизации, процентов и налогов, или 7% выручки. В отраслевом языке этот показатель называют EBITDA магазина, а иногда — вкладом магазина в прибыль сети.

Что на практике означают эти 7% выручки? Из каждых 100 рублей, которые покупатели оставляют на кассе, 76 рублей уходит поставщикам и на доставку товара, около 9,5 рубля — сотрудникам, 4,5 рубля — арендодателю, 1,5 рубля — энергетикам и коммунальщикам, ещё 1,5 рубля — на прочие нужды. В распоряжении магазина остаётся 7 рублей. Это и есть та тонкая маржа, о которой мы говорили в первой главе, только на уровне отдельной ячейки сети.

Однако 7% — это ещё не прибыль всей сети. Каждый магазин несёт часть общих расходов компании, которые не видны в его собственном отчёте. Это содержание головного офиса, закупочных, маркетинговых и финансовых служб, информационные системы, программы лояльности, реклама. У СТК такие центральные расходы составляют около 1% выручки, поэтому итоговая рентабельность сети по EBITDA до учёта особых правил отчётности по аренде составляет около 6%.

Отсюда видно, почему масштаб так важен для ритейлера. Центральные расходы в значительной степени постоянны: головной офис одинаково нужен и для двух, и для трёх тысяч магазинов. Если сеть растёт, доля этих расходов в выручке снижается, и рентабельность всей компании повышается. Если сеть сокращается, центральные расходы ложатся на меньшее число магазинов, и прибыль падает быстрее, чем выручка.

Тамара любит объяснять это сыну на простом примере.

Представь, говорит она, что ты оплачиваешь бухгалтера, который ведёт учёт твоего магазина на маркетплейсе, за 50 тысяч рублей в месяц. Если ты продаёшь товара на 1,5 млн, это три с третью процента твоего оборота. Если ты вырастешь до 5 млн в месяц, бухгалтер обойдётся тебе в один процент, а работы у него прибавится ненамного.

Теперь посмотрим, сколько стоит открыть новый магазин «Рядом». Сеть арендует помещение, поэтому не тратится на покупку недвижимости, но должна вложиться в ремонт и оборудование. Ремонт помещения, электрика, вентиляция и отделка обходятся примерно в 10 млн рублей. Холодильное оборудование — витрины, морозильники, холодильные камеры на складе — ещё в 8 млн рублей.

Кассы, сканеры, весы, системы видеонаблюдения и информационное оборудование стоят около 2 млн рублей. Вывеска, стеллажи, тележки и корзины, прочий инвентарь — ещё примерно 2 млн. Наконец, около 3 млн рублей уходит на подготовку к открытию: поиск и обучение персонала, рекламу в районе, первоначальные промоакции, зарплату сотрудникам в период подготовки. Всего открытие магазина обходится СТК примерно в 25 млн рублей.

Магазину нужен ещё и товар на полках. Запасов в магазине «Рядом» в среднем примерно на месяц продаж, если считать по себестоимости, то есть около 7 млн рублей. Кажется, что сеть должна заплатить за этот товар поставщикам до открытия, но на практике всё устроено иначе. Поставщики

дают сети отсрочку платежа, и к тому моменту, когда нужно расплачиваться за первую партию, магазин уже успевает продать значительную её часть.

В итоге товар на полках нового магазина в значительной степени финансируется поставщиками, а не сетью. Это одна из главных особенностей экономики продуктового ритейла, которую мы подробно разберём в девятой главе. Для расчёта окупаемости магазина это означает, что основные вложения сети — это 25 млн рублей на ремонт, оборудование и подготовку. Запасы, по сути, приходят на полки за счёт поставщиков.

Теперь самое интересное — как быстро новый магазин возвращает вложенные в него деньги. Самый простой расчёт выглядит так: магазин стоит 25 млн рублей и приносит 7,7 млн рублей в год, значит, он окупится за 25 / 7,7, то есть примерно за 3,2 года. Такую цифру часто называют в презентациях для инвесторов, и она выглядит привлекательно. Однако в ней спрятана серьёзная ошибка.

Ошибка в том, что новый магазин не сразу выходит на зрелую выручку. Покупатели района должны узнать о нём, попробовать, сравнить с соседними магазинами и выработать привычку. Этот процесс называют созреванием магазина, и он занимает обычно от двух до трёх лет. В первый год новый магазин «Рядом» в среднем продаёт около 70% от выручки зрелого магазина, во второй — около 90%, и лишь на третий год выходит на полную мощность.

Посчитаем экономику магазина в первый год работы. При выручке 77 млн рублей, то есть 70% от зрелого уровня, валовая прибыль составит 18,48 млн рублей. Расходы снизятся не пропорционально выручке, потому что большая их часть постоянна. Аренда остаётся прежней — 4,95 млн, персонал удаётся немного сократить до 9 млн, коммунальные платежи — до 1,5 млн, прочие расходы — до 1,2 млн рублей. В итоге магазин за первый год заработает всего около 1,83 млн рублей, то есть в четыре раза меньше зрелого.

Во второй год выручка вырастает до 99 млн рублей, а валовая прибыль — до 23,76 млн. Расходы на персонал возвращаются к норме примерно в 10 млн, аренда прежняя, коммунальные платежи 1,6 млн, прочие расходы 1,5 млн рублей. Магазин зарабатывает около 5,71 млн рублей. Начиная с третьего года он выходит на зрелый уровень и приносит 7,7 млн рублей в год.

Здесь хорошо видно действие так называемого операционного рычага на уровне одного магазина. Когда выручка выросла с 77 до 99 млн рублей, то есть на 29%, прибыль магазина выросла с 1,83 до 5,71 млн, то есть в три с лишним раза. Причина в том, что основные расходы магазина постоянны, и каждый дополнительный рубль выручки почти целиком добавляется к прибыли за вычетом себестоимости товара. Подробнее об операционном рычаге на уровне всей сети мы поговорим в одиннадцатой главе.

Теперь посчитаем окупаемость с учётом созревания. За

первый год магазин вернёт 1,83 млн рублей из 25 вложенных, за второй — ещё 5,71 млн, итого 7,54 млн. За третий год прибавится 7,7 млн, и накопленная сумма достигнет 15,24 млн. За четвёртый год — ещё 7,7 млн, итого 22,94 млн, и до полного возврата вложений останется чуть больше 2 млн рублей. Эти деньги магазин заработает примерно за три месяца пятого года.

Получается, что реальная окупаемость магазина составляет около 4,3 года, а не 3,2, как в простом расчёте. Разница в целый год существенна для сети, которая открывает сотни магазинов. Если руководство планирует развитие на основе наивной окупаемости, оно может переоценить отдачу от вложений и слишком агрессивно наращивать открытия. Инвестору полезно всегда уточнять, с учётом ли созревания посчитана окупаемость, которую компания называет в презентациях.

Даже 4,3 года — это расчёт без учёта налогов и неизбежных повторных вложений. Холодильное оборудование и ремонт приходится обновлять каждые пять-семь лет, и каждое такое обновление обходится в несколько миллионов рублей. Если договор аренды заключён на 10 лет, магазин успеет поработать на зрелом уровне лет семь-восемь, прежде чем сети придётся решать, продлевать ли договор. Посмотрим, сколько магазин заработает за эти 10 лет.

За первые два года магазин принесёт 7,54 млн рублей, а за следующие восемь лет — по 7,7 млн ежегодно, то есть 61,6

млн. Итого за 10 лет — около 69 млн рублей прибыли до налогов при вложениях 25 млн. Если учесть обновление оборудования на шестом году работы стоимостью около 5 млн рублей, чистая отдача составит около 39 млн рублей сверх вложенных денег. Годовая доходность такого проекта до налогов получается около 19%, что для торговой сети считается хорошим результатом.

Для сравнения стоит вспомнить, что деньги на открытие магазина не бесплатны. Если сеть занимает их у банков или на облигационном рынке, она платит проценты, а её акционеры ожидают определённой доходности на свой капитал. Если стоимость денег для сети составляет, допустим, 15–16% годовых, то магазин с доходностью 19% создаёт стоимость, хотя и не огромную. Магазин с доходностью 12% при той же стоимости денег уже разрушает стоимость, даже если формально приносит прибыль. Как оценивают стоимость капитала компании, подробно рассказано в книге о фундаментальном анализе.

Отсюда понятно, почему так важно, чтобы новые магазины выходили на запланированную выручку. Если новый магазин созревает не до 110 млн рублей, а только до 95 млн, его зрелая прибыль окажется не 7,7 млн, а заметно меньше. Посчитаем: при выручке 95 млн валовая прибыль составит 22,8 млн, а расходы почти не изменятся и составят около 18,3 млн рублей. Прибыль магазина упадёт до 4,5 млн рублей, и окупаемость растянется до шести-семи лет.

Разница между 110 и 95 млн выручки — всего около 14%. Однако из-за операционного рычага прибыль сократилась почти на 42%, а срок окупаемости увеличился в полтора раза. Это ещё одна иллюстрация того, как тонкая маржа делает ритейл чувствительным к небольшим отклонениям. Для инвестора отсюда следует простой вывод: внимательно следить не только за числом открытий, но и за тем, как новые магазины выходят на плановую выручку.

Сети редко раскрывают данные по отдельным магазинам, но кое-что можно узнать из их отчётности и презентаций. Некоторые компании публикуют среднюю выручку на магазин в зависимости от года открытия или динамику продаж новых магазинов в первые годы работы. Если выручка магазинов, открытых в последние два года, растёт медленнее, чем у предыдущих поколений, это тревожный сигнал. Он может означать, что сеть исчерпала лучшие места и вынуждена открываться в менее выгодных.

Для сравнения полезно посмотреть на экономику супермаркета, которым руководит Тамара. Её «Сокол» приносит около 480 млн рублей выручки в год, а благодаря сильным отделам свежих продуктов его валовая маржа выше, чем у магазина у дома, и достигает 26%, то есть около 124,8 млн рублей. Зато и расходы здесь заметно тяжелее. В магазине работают около 60 человек, включая пекарей, поваров кулинарии и продавцов на развес, и на персонал уходит около 11% выручки, или 52,8 млн рублей.

Аренда большого помещения с парковкой обходится супермаркету примерно в 5% выручки, то есть в 24 млн рублей в год. Мощное холодильное оборудование, печи пекарни и освещение просторного зала требуют около 2% выручки на коммунальные платежи, а прочие расходы занимают ещё около 2%. В сумме расходы составляют около 96 млн рублей, и супермаркет зарабатывает примерно 28,8 млн рублей, или 6% выручки. Это меньше в процентах, чем у магазина у дома, несмотря на более высокую валовую маржу.

Открытие такого супермаркета обходится сети примерно в 180 млн рублей, потому что в нём больше сложного оборудования и дороже отделка. Даже наивная окупаемость получается больше шести лет, а с учётом созревания — ещё дольше. Вот почему, как мы говорили в третьей главе, совет директоров СТК предпочитает вкладывать основную часть денег в магазины у дома. Супермаркеты остаются важной частью сети, но они служат скорее витриной и источником лояльных покупателей, чем главным двигателем роста.

Теперь вернёмся к картине всей сети. Три тысячи магазинов «Рядом» вовсе не одинаковы, хотя открыты по одному стандарту. Одни расположены в густонаселённых районах без конкурентов и приносят по 150 млн рублей выручки в год, другие стоят на окраинах малых городов и с трудом дотягивают до 70 млн. Если выстроить все магазины по прибыльности, картина окажется похожей на пирамиду: лучшая пятая часть магазинов даёт около двух пятых всей прибыли

магазинов сети, а нижняя десятая часть едва выходит в ноль или работает в убыток.

Посмотрим, что происходит со слабым магазином. Допустим, магазин «Рядом» в небольшом городе после трёх лет работы так и не вырос выше 70 млн рублей выручки. Его валовая прибыль составляет 16,8 млн рублей, а расходы, даже урезанные до минимума, — около 16,65 млн: персонал 9 млн, аренда 4,95 млн, коммунальные платежи 1,5 млн, прочие 1,2 млн. Магазин зарабатывает около 150 тысяч рублей в год, то есть практически ничего.

С точки зрения бухгалтерии такой магазин не убыточен, но для сети он бесполезен. Он не возвращает вложенные в него деньги, отвлекает внимание управленцев и занимает место, которое можно было бы использовать лучше. Более того, если учесть его долю центральных расходов сети, он фактически работает в убыток. Рано или поздно сеть принимает решение закрыть такой магазин или перевести его в другой формат.

Почему одни магазины становятся успешными, а другие нет? Главная причина успеха кроется в месте. Ритейлеры не зря повторяют старую поговорку, что в торговле есть три главных фактора успеха: место, место и ещё раз место. Магазин в доме у остановки общественного транспорта, на пути из спального района к метро или рядом со школой обречён на большой поток покупателей. Магазин во дворе, куда никто не заходит случайно, будет годами бороться за каждого

клиента.

Вторая причина связана с конкуренцией. Магазин мог открыться в удачном месте, но через год рядом появился дискаунтер другой сети, и часть покупателей ушла туда. Особенно уязвимы магазины, вокруг которых за короткое время открылось несколько конкурентов. Сети внимательно следят за действиями соперников и иногда открывают свои магазины в двух шагах от чужих именно для того, чтобы отнять у них покупателей.

Третья причина — изменения в районе. Закрылся крупный завод, и часть жителей переехала, или наоборот, рядом построили новый жилой квартал, и поток покупателей вырос. Перенесли остановку, сделали платную парковку, открыли торговый центр в соседнем квартале — всё это влияет на выручку магазина. Хорошая сеть отслеживает такие изменения и вовремя реагирует, а плохая годами держит магазины, которые утратили своё место.

Четвёртая причина — качество управления конкретной точкой. Магазины одной сети с одинаковыми стандартами и ассортиментом могут работать по-разному в зависимости от того, кто ими руководит. Хороший директор поддерживает чистоту и порядок, следит за свежестью продуктов, удерживает персонал, снижает потери. Слабый директор может за несколько месяцев превратить успешный магазин в средний.

Тамара гордится тем, что её супермаркет стабильно входит в верхнюю четверть сети по выручке на метр. Она объяс-

няет это не только удачным местом у оживлённого шоссе, но и тем, что за десять лет руководства собрала команду, которая знает своё дело. Текучесть персонала в её магазине вдвое ниже средней по сети, и это позволяет держать стандарты без постоянного обучения новичков. Тамара уверена, что именно люди отличают хороший магазин от посредственного.

Пятая причина касается стоимости аренды. Иногда магазин хорошо работает, но собственник помещения при продлении договора резко повышает ставку. Магазин, который зарабатывал 7,7 млн рублей при аренде 4,95 млн, при повышении аренды на 40% до 6,93 млн будет зарабатывать уже около 5,7 млн, и его экономика станет заметно хуже. Сеть оказывается перед выбором: согласиться на новые условия, переехать в другое помещение или закрыть магазин.

Закрытие магазина — нормальная часть жизни любой сети, и инвестору не стоит пугаться самого факта закрытий. СТК за прошлый год открыла 350 магазинов и закрыла 50, то есть закрытия составили около 2% от общего числа точек. Такой уровень считается здоровым: сеть избавляется от слабых магазинов и освобождает ресурсы для более выгодных. Тревожиться стоит, если закрытия резко растут или если закрываются магазины, открытые совсем недавно.

Последнее обстоятельство особенно важно для инвестора. Если сеть закрывает магазин после десяти лет работы, это может быть естественным завершением договора аренды или следствием изменений в районе. Если же она закрывает

магазины, открытые год-два назад, значит, решения об открытии принимались плохо, и вложенные в них деньги потеряны. Каждый закрытый молодой магазин — это 25 млн рублей вложений, вернувшиеся лишь частично, ведь часть оборудования можно перевезти в другую точку, но ремонт и подготовка уже не вернутся.

Какие уроки инвестор может вынести из экономики одного магазина? Первое: окупаемость, которую называет компания, нужно проверять на учёт созревания. Второе: небольшое отклонение выручки от плана из-за тонкой маржи сильно меняет прибыль и срок окупаемости. Третье: сеть — это не набор одинаковых магазинов, а пирамида, в которой лучшая часть кормит остальные, и важно, чтобы основание пирамиды не расширялось.

Распространённая ошибка новичка — экстраполировать экономику лучших магазинов на всю сеть. Компании любят показывать в презентациях свои флагманские точки и их рекордные показатели. Однако средний магазин сети зарабатывает меньше флагмана, а новые магазины, которые открываются сегодня, часто зарабатывают меньше среднего, потому что лучшие места уже заняты. Чтобы не обмануться, полезно ориентироваться на средние показатели и на динамику новых поколений магазинов. Если же компания показывает только флагманы и умалчивает о средних цифрах, это уже повод задать вопрос отделу по работе с инвесторами.

Другая ошибка — забывать о центральных расходах. При-

быль магазина в 7% выглядит привлекательно, но после распределения расходов головного офиса, логистики и рекламы у сети остаётся 6%. Ещё ниже по отчёту прибыль уменьшится на амортизацию, проценты и налоги. Если оценивать сеть по прибыли магазинов, не учитывая этих расходов, можно сильно переоценить её доходность.

Подводя итог, экономика одного магазина — это фундамент для понимания всей торговой сети. Зрелый магазин «Рядом» с выручкой 110 млн рублей зарабатывает 7,7 млн, или 7% выручки, а после центральных расходов сеть получает около 6%. Открытие обходится в 25 млн рублей, товар на полках в значительной степени финансируют поставщики. Реальная окупаемость с учётом созревания составляет около 4,3 года, а годовая доходность проекта на горизонте десяти лет — около 19% до налогов.

Мы увидели, что успех сети определяется тем, насколько хорошо работают её уже открытые магазины. Как узнать это со стороны, если компания не раскрывает отчёты по каждой точке? Для этого существует специальный показатель, который ритейлеры публикуют каждый квартал и за которым внимательно следят аналитики. Он называется сопоставимыми продажами, и именно ему посвящена следующая глава.

Глава 5. Сопоставимые продажи

В конце января Артём сидит на кухне у матери с телефоном в руках и с видимым удовольствием зачитывает вслух пресс-релиз СТК. Компания отчиталась об операционных результатах за прошлый год: выручка выросла на 15% и достигла 380 млрд рублей, число магазинов увеличилось на триста. Артём уже прикидывает, что при таком росте акции матери должны прибавить в цене, и советует ей докупить ещё бумаг. Тамара просит дочитать пресс-релиз до конца, где мелким шрифтом указан ещё один показатель: сопоставимые продажи выросли на 9%.

Артём не понимает, почему мать так интересуется этой цифрой, если общий рост выручки почти вдвое больше. Тамара объясняет, что на совещаниях в головном офисе руководство обсуждает в первую очередь именно сопоставимые продажи, а общий рост выручки упоминают вскользь. Она добавляет, что продукты в её магазине за год подорожали примерно на 8%, и, если вычесть эту инфляцию, её собственный супермаркет почти не вырос. Артём задумывается и решает разобраться, что же на самом деле стоит за цифрами пресс-релиза.

Почему общий рост выручки торговой сети может обманывать? Выручка складывается из продаж всех магазинов, которые работали в течение года. Часть этих магазинов ра-

ботала и в прошлом году, часть открылась недавно, а часть за год закрылась. Если сеть активно открывает новые точки, её выручка растёт даже тогда, когда каждый отдельный магазин продаёт столько же, сколько раньше, или меньше.

Представьте пекарню, у которой была одна точка с выручкой 10 млн рублей в год. Владелец открыл вторую точку, и общая выручка выросла до 18 млн рублей. Формально бизнес вырос на 80%, но если присмотреться, первая точка продала за год всего 9 млн, на 10% меньше, чем раньше, а вторая принесла новые 9 млн. Рост выручки скрывает тот факт, что старый магазин теряет покупателей, а владелец, возможно, просто переманил часть клиентов из первой точки во вторую.

Именно поэтому аналитики разделяют рост выручки ритейлера на две составляющие. Первая — рост продаж в магазинах, которые уже работали, то есть то, как хорошо сеть управляет своими существующими точками. Вторая — вклад новых магазинов, то есть то, как быстро сеть расширяется. Обе составляющие важны, но говорят о разных вещах и требуют разной оценки.

Рост продаж в уже работающих магазинах называют сопоставимыми продажами. В международной практике используют английское сокращение LFL, от выражения «like-for-like», что можно перевести как «подобное с подобным». В американских компаниях встречается и другой термин — продажи в тех же магазинах. Смысл у всех вариантов один:

показать, как изменились продажи в одних и тех же магазинах за сравниваемые периоды.

Какие магазины включаются в расчёт сопоставимых продаж? Обычно это магазины, которые работали не менее двенадцати полных месяцев, а в некоторых методиках и все двадцать четыре месяца сравниваемых периодов. Магазин, открытый в марте прошлого года, войдёт в базу сопоставимых продаж только с марта или апреля текущего года, когда у него появится полный год истории для сравнения. Закрытые магазины из расчёта исключаются, потому что сравнивать их не с чем.

Исключаются также магазины, которые долго были закрыты на ремонт или реконструкцию, переехали на новое место или существенно изменили площадь. Если магазин закрывался на два месяца на ремонт, его продажи за этот период упадут, и включение такого магазина исказит общую картину. Точно так же магазин, увеличивший торговый зал вдвое, будет показывать рост продаж, который объясняется не лучшей работой, а просто большей площадью.

Посмотрим, как раскладывается рост выручки СТК. В прошлом году выручка компании составила около 330 млрд рублей, а в отчётном — 380 млрд, то есть выросла почти на 50 млрд. Из этой суммы около 29 млрд дал рост сопоставимых продаж: магазины, работавшие оба года, продавали в прошлом году примерно на 320 млрд рублей и прибавили 9%. Около 24 млрд принесли новые магазины, которые

ещё не вошли в базу сопоставимых продаж. Наконец, около 3 млрд рублей выручки сеть потеряла из-за закрытия пятидесяти слабых магазинов.

Если пересчитать эти цифры в проценты от прошлогодней выручки, получится такая картина. Сопоставимые продажи добавили около 8,7 процентного пункта роста, новые магазины — около 7,2 пункта, закрытия отняли около 0,9 пункта. В сумме получается те самые 15%, о которых так радостно сообщил пресс-релиз. Почти половина роста выручки обеспечена не улучшением работы магазинов, а расширением сети.

Обратите внимание на тонкость: рост сопоставимых продаж на 9% дал не 9 пунктов, а только 8,7 пункта общего роста. Причина в том, что база сопоставимых продаж меньше всей выручки прошлого года: в неё не вошли магазины, которые закрылись, и магазины, открытые совсем недавно. Такие нюансы мало влияют на картину, но полезно понимать, откуда они берутся, когда вы пытаетесь самостоятельно сложить цифры из пресс-релиза.

Теперь разберёмся, как сети считают сопоставимые продажи и почему у разных компаний методики отличаются. Общего обязательного стандарта для этого показателя нет, он не входит в финансовую отчётность и не проверяется аудиторами так же строго, как выручка или прибыль. Каждая компания сама определяет правила расчёта и описывает их в примечаниях к пресс-релизам и годовым отчётам. Поэто-

му сравнивать сопоставимые продажи разных сетей нужно с осторожностью.

Первое различие касается момента, с которого магазин попадает в базу. Одни сети включают магазин с тринадцатого месяца работы, другие — только после того, как он проработал полный календарный год. Третьи учитывают магазин только с того момента, когда он вышел на зрелые показатели. Чем раньше магазин попадает в базу, тем выше может оказаться рост сопоставимых продаж, потому что в неё попадают магазины, ещё не закончившие созревание.

Второе различие касается онлайн-продаж. Если сеть доставляет заказы из своих магазинов, то онлайн-продажи можно учитывать в сопоставимых продажах этих магазинов, а можно показывать отдельно. Сеть, которая включает онлайн в сопоставимые продажи, может показать более высокий рост, потому что онлайн-направление в последние годы растёт быстрее офлайна. Об этом нужно помнить, сравнивая компании с разной долей интернет-торговли.

Третье различие касается работы с изменёнными магазинами. Одни сети исключают из базы магазины, площадь которых изменилась больше чем на определённый процент, другие оставляют их. Одни исключают магазины, сменившие формат, например переведённые из супермаркета в магазин у дома, другие учитывают их как обычные. Каждое такое решение может сдвинуть итоговый показатель на доли процента, а иногда и больше.

Отдельный источник искажений сопоставимых продаж — календарь. Сравнивая продажи этого года с прошлым, мы молчаливо предполагаем, что оба года одинаковы, но это не так. Високосный год длиннее обычного на один день, и в нём выручка сети за счёт лишнего дня вырастает примерно на 0,27%, то есть на одну трёхсотшестьдесят пятую. Год, который следует за високосным, напротив, получает такой же отрицательный эффект.

Для квартальных и месячных данных календарные эффекты ещё заметнее. Число пятниц и суббот в месяце может различаться, а именно эти дни дают продуктовым магазинам наибольшую выручку. Если в отчётном месяце было на одну субботу больше, чем в прошлогоднем, сопоставимые продажи за месяц могут вырасти на несколько процентов без всяких заслуг сети. Наоборот, лишний понедельник или вторник снизит показатель.

Сильно влияют на продажи праздники и их расположение на календаре. Пасха каждый год приходится на разные даты, и если в прошлом году она была в марте, а в этом — в апреле, сопоставимые продажи марта будут ниже, а апреля выше. Новогодние праздники, Восьмое марта, майские выходные тоже смещаются по дням недели, и вместе с ними смещается выручка. Некоторые сети в своих отчётах специально указывают, как календарные эффекты повлияли на показатели.

Ещё один фактор, который трудно предсказать, — погода. Жаркое лето резко увеличивает продажи напитков, мо-

роженого и овощей для салатов, холодная весна задерживает начало дачного сезона, а сильные снегопады снижают поток покупателей. Сеть, работающая в одном регионе, особенно чувствительна к погоде, потому что не может компенсировать плохую погоду в одном месте хорошей в другом. Для крупной федеральной сети погодные эффекты частично усредняются.

Тамара хорошо знает, как погода влияет на её магазин. Однажды в мае два выходных подряд шёл холодный дождь, и продажи шашлыка, угля и овощей упали вдвое по сравнению с прошлым годом. На следующей неделе выглянуло солнце, и покупатели наверстали упущенное, но месячный отчёт всё равно показал отставание. Тамара научилась не паниковать по поводу одного плохого месяца и смотреть на картину в целом.

Для инвестора отсюда следует практический вывод: сопоставимые продажи за один месяц или даже за один квартал могут сильно зависеть от случайных факторов. Делать выводы о сети по одной точке данных опасно. Гораздо надёжнее смотреть на динамику за несколько кварталов подряд и на годовые показатели, где многие случайные эффекты взаимно гасятся. Если компания сама указывает календарный эффект, полезно мысленно поправить на него опубликованную цифру.

Перейдём к самому важному вопросу этой главы — как соотносятся сопоставимые продажи и инфляция. Рост сопо-

ставимых продаж на 9% выглядит впечатляюще, но он измеряется в рублях. Если цены в магазине за год выросли на 8%, то в натуральном выражении, то есть в килограммах, литрах и штуках товара, магазин продал примерно столько же, сколько годом раньше. Тамара именно это и имела в виду, когда сказала сыну, что её супермаркет почти не вырос.

Различают номинальный и реальный рост сопоставимых продаж. Номинальный рост — это то, что публикует компания, рост выручки в рублях. Реальный рост — это номинальный рост, очищенный от инфляции. Чтобы его посчитать, нужно разделить единицу плюс номинальный рост на единицу плюс инфляцию и вычесть единицу.

Для СТК расчёт выглядит так: 1,09 разделить на 1,08 и вычесть единицу, получается около 0,009, то есть реальный рост составил примерно 0,9%. Если пользоваться упрощённым способом и просто вычесть инфляцию из номинального роста, получится 1%, разница небольшая. Однако при высокой инфляции упрощённый способ начинает заметно ошибаться, поэтому лучше пользоваться точной формулой.

Реальный рост сопоставимых продаж около нуля означает, что магазины сети продают в натуральном выражении примерно столько же, сколько год назад. Это не обязательно плохо: на зрелом рынке, где население не растёт, а конкуренция высока, удерживать натуральные объёмы уже хорошее достижение. Однако если общий рынок в натуральном выражении растёт, а сеть стоит на месте, значит, она теряет долю.

Какую инфляцию использовать для расчёта реального роста? Самый простой вариант — официальная продовольственная инфляция, которую публикует Росстат. Однако корзина товаров сети отличается от корзины, по которой считается официальная инфляция, и собственная инфляция сети может быть выше или ниже. Некоторые компании публикуют свою внутреннюю инфляцию, то есть рост цен на полке в своих магазинах, и тогда расчёт становится точнее.

Есть и ещё одна тонкость. Сопоставимые продажи растут не только из-за роста цен и объёмов, но и из-за изменения того, что именно покупают люди. Если покупатели переходят от дешёвых товаров к дорогим, сопоставимые продажи растут быстрее инфляции даже при неизменных объёмах. Если, наоборот, переходят к дешёвым, рост сопоставимых продаж может отставать от инфляции. Подробнее о том, как раскладывать продажи на число покупок и средний чек, мы поговорим в следующей главе.

Тамара как-то показала Артёму, как она сама оценивает свой магазин. Каждый месяц она сравнивает рост выручки с ростом цен на двадцать основных товаров, которые сама же и отслеживает. Если выручка растёт быстрее этих цен, значит, покупателей или покупок становится больше. Если медленнее — нужно искать, куда уходят клиенты.

Перейдём к вопросу, который часто остаётся в тени, — какой вклад в выручку дают новые магазины и почему этот вклад не равен росту эффективности. Мы видели, что у СТК

новые магазины добавили к выручке около 7,2 процентного пункта роста. С точки зрения масштаба бизнеса это важно: сеть становится больше, её закупочная сила растёт, центральные расходы распределяются на большее число точек. Однако каждый новый магазин требует вложений, и пока он не вышел на зрелый уровень, он приносит меньше прибыли, чем старые.

Представим две сети, у каждой из которых выручка выросла на 15%. У первой сопоставимые продажи выросли на 12%, а остальное дали несколько новых магазинов. У второй сопоставимые продажи выросли на 2%, а остальной рост принесли сотни новых магазинов, открытых в долг. Формально обе компании растут одинаково, но первая становится эффективнее, а вторая просто покупает рост деньгами кредиторов.

Рост за счёт новых магазинов имеет и ещё одну неприятную особенность. Он временно ухудшает средние показатели эффективности сети. Новые магазины в первый год работают на 70% зрелой выручки, и если сеть открывает их много, средняя выручка на квадратный метр по всей сети снижается. Снижается и средняя рентабельность, потому что незрелые магазины зарабатывают меньше зрелых.

Посчитаем этот эффект на примере СТК. Если бы все 3 000 магазинов «Рядом» работали на зрелом уровне, выручка на квадратный метр составляла бы около 367 тысяч рублей в год. Однако из-за того, что примерно 350 магазинов открыто

в отчётном году, а ещё около 300 — годом ранее, средний показатель оказывается заметно ниже. Новые магазины работали неполный год и далеко не на полную мощность, и в итоге средняя выручка на метр по сети меньше показателя зрелого магазина.

Инвесторы иногда пугаются, когда видят снижение выручки на метр, и считают это признаком ухудшения работы сети. На самом деле это может быть естественным следствием быстрого роста. Чтобы отличить одно от другого, полезно смотреть на сопоставимые продажи: если они растут, а средняя выручка на метр падает, скорее всего, дело в большом числе незрелых магазинов. Если же падают оба показателя, проблема серьёзнее.

Теперь представим обратную ситуацию: сеть резко сократила открытия. Её общая выручка растёт медленнее, и пресс-релиз выглядит скучнее. Зато в следующие два года сеть получит бонус от созревания магазинов, открытых раньше, её средняя выручка на метр и рентабельность вырастут. Инвестор, который смотрит только на общий рост выручки, может пропустить этот момент улучшения эффективности.

Вывод из этого простой, но важный: общий рост выручки ритейлера — это сумма двух разных процессов, и их нужно оценивать по отдельности. Сопоставимые продажи показывают качество управления существующими магазинами. Вклад новых магазинов показывает темп расширения, который нужно сопоставлять с вложенными деньгами и с тем, на-

сколько хорошо новые магазины созревают. Как оценить, создаёт ли расширение сети стоимость, мы подробно разберём в седьмой главе.

Отдельного разговора заслуживают отрицательные сопоставимые продажи. Когда продажи в уже работающих магазинах падают в рублях, тем более при положительной инфляции, это серьёзный сигнал. Он означает, что в натуральном выражении магазины продают заметно меньше, чем год назад. Однако не каждое падение сопоставимых продаж говорит о глубоких проблемах, и важно понимать, чем оно вызвано.

Первая возможная причина — каннибализация, то есть ситуация, когда сеть открывает новые магазины рядом со своими же старыми. Новый магазин отбирает часть покупателей у старого, сопоставимые продажи старого падают, но в целом по району сеть продаёт больше. Это сознательная стратегия, о которой мы подробно поговорим в седьмой главе. В таком случае отрицательные сопоставимые продажи не означают потери покупателей сетью.

Вторая причина — высокая база прошлого года. Если в прошлом году продажи были аномально высокими, например из-за ажиотажного спроса, то в текущем году сопоставимые продажи неизбежно покажут падение. Такая ситуация случалась в периоды, когда покупатели скупали товары впрок, опасаясь роста цен или дефицита. Падение после ажиотажа отражает возвращение к норме, а не ухудшение

бизнеса.

Третья причина — снижение цен в отдельных категориях. Если в стране упали цены на овощи, сахар или крупы после хорошего урожая, выручка сети в этих категориях снизится даже при тех же объёмах продаж. Такая дефляция в отдельных товарных группах иногда приводит к слабым сопоставимым продажам при хорошей работе сети. Обычно компании объясняют такие эффекты в своих комментариях к результатам.

Четвёртая причина, самая тревожная, — потеря покупателей. Конкурент открыл новые магазины рядом, предложил более низкие цены или лучшее качество, и часть клиентов ушла к нему. Сеть ухудшила сервис, магазины стали грязнее, а очереди длиннее, и покупатели начали ходить в другое место. Такие причины редко признаются в пресс-релизах, но проявляются в устойчивом падении сопоставимых продаж на протяжении нескольких кварталов подряд.

Как отличить временный провал от тревожного сигнала? Первое — длительность: один слабый квартал может быть случайностью, три-четыре подряд уже тенденция. Второе — объяснение компании: правдоподобно ли оно и подтверждается ли другими данными, например результатами конкурентов. Третье — разложение на трафик и средний чек, о котором мы поговорим в следующей главе: падение числа покупателей тревожнее, чем снижение среднего чека.

Тамара вспоминает год, когда одна из соседних федераль-

ных сетей открыла сразу несколько магазинов в районе её супермаркета. Сопоставимые продажи «Сокола» два квартала подряд были отрицательными, и в головном офисе всерьёз обсуждали, не закрыть ли его. Тамара добилась того, чтобы ей разрешили расширить отдел готовой еды и пересмотреть ассортимент свежих продуктов. Через год продажи вернулись к росту, и её магазин отбил часть покупателей у конкурентов.

Перейдём к сравнению сопоставимых продаж разных сетей. Инвесторы часто сопоставляют этот показатель у конкурирующих компаний, чтобы понять, кто растёт быстрее и забирает долю рынка. Сравнение действительно полезно, но в нём много ловушек. Первая ловушка, как мы уже видели, — разные методики расчёта.

Вторая ловушка связана с возрастом сети. В молодой, быстро растущей сети значительная часть магазинов, попавших в базу сопоставимых продаж, ещё не завершила созревание. Магазин, открытый полтора года назад, во втором году работы прибавляет к своим продажам около 29%, ведь он переходит с 70% на 90% зрелой выручки. Такие магазины поднимают общие сопоставимые продажи сети, и молодая сеть может показывать высокий рост просто за счёт созревания, а не за счёт лучшей работы.

У зрелой сети, наоборот, почти все магазины уже давно вышли на полную мощность, и их сопоставимые продажи растут медленнее. Поэтому сравнивать сеть, которая откры-

лась пять лет назад, с сетью, работающей двадцать лет, по сопоставимым продажам некорректно. У СТК, например, около 300 магазинов, открытых два года назад, уже вошли в базу, и они дают заметную прибавку к сопоставимым продажам всей сети. Без них показатель был бы ниже.

Третья ловушка — различия в форматах. Сопоставимые продажи дискаунтеров в последние годы росли быстрее, чем у супермаркетов и гипермаркетов, потому что покупатели перетекали в более дешёвые форматы. Сеть, у которой больше дискаунтеров, будет показывать лучшие сопоставимые продажи не потому, что лучше управляется, а потому, что попала в растущий формат. Сравнивать полезно сети с похожей структурой форматов или смотреть на показатели по отдельным форматам, если компания их раскрывает.

Четвёртая ловушка связана с региональными различиями. Сети, работающие в разных регионах, сталкиваются с разной инфляцией, разной динамикой доходов населения и разной конкуренцией. Сеть, работающая в регионе с быстро растущими доходами, будет показывать лучшие сопоставимые продажи, чем сеть в регионе, где доходы стоят на месте. Это не говорит о качестве управления, а лишь о том, где компании повезло работать.

Шестая ловушка касается структуры собственных и франчайзинговых магазинов. Некоторые сети включают в сопоставимые продажи только собственные точки, другие добавляют и магазины партнёров, работающих под их вывеской.

Если доля франчайзи велика и их магазины развиваются иначе, показатель может заметно отличаться в зависимости от выбранного подхода. Перед сравнением полезно заглянуть в определения, которые компания приводит в конце пресс-релиза или в годовом отчёте. Там обычно в нескольких строках описано, какие магазины входят в базу и как учитываются онлайн-заказы.

Пятая ловушка известна как эффект базы. Если в прошлом году у одной сети были слабые сопоставимые продажи из-за временных проблем, в текущем году она может показать высокий рост просто потому, что сравнивает себя с низкой базой. Другая сеть, у которой прошлый год был сильным, покажет скромный рост. Чтобы избежать этой ловушки, аналитики иногда смотрят на сопоставимые продажи за два года, складывая или перемножая показатели последовательных лет.

Например, у одной сети сопоставимые продажи в прошлом году выросли на 3%, а в этом — на 12%. У другой — на 10% и на 5% соответственно. На первый взгляд первая сеть в этом году работает гораздо лучше. Однако за два года первая выросла на $1{,}03 \times 1{,}12$, то есть примерно на 15,4%, а вторая — на $1{,}10 \times 1{,}05$, то есть примерно на 15,5%, практически столько же.

Теперь о том, как сопоставимые продажи влияют на цену акций. Многие публичные ритейлеры публикуют операционные результаты отдельно от финансовых и раньше них,

обычно через несколько недель после окончания квартала. В таких релизах компания сообщает выручку, сопоставимые продажи, число магазинов и торговую площадь. Для инвесторов это первая информация о том, как работала сеть в прошедшем квартале, и рынок реагирует на неё сразу.

Реакция рынка определяется не столько самой цифрой, сколько её отклонением от ожиданий. Аналитики инвестиционных компаний заранее публикуют свои прогнозы, и рынок формирует средние ожидания, которые называют консенсусом. Если консенсус ждал роста сопоставимых продаж на 10%, а компания показала 9%, акции могут упасть, даже если 9% — вполне приличный результат. Если показала 11%, акции могут вырасти.

Представим, что СТК опубликовала операционные результаты за квартал, и сопоставимые продажи составили 7% вместо ожидавшихся 9%. Акции в тот же день упали на 5%, с 220 до 209 рублей. Артём, увидев это, запаниковал и спросил мать, не пора ли продавать. Тамара напомнила ему, что в этом квартале было на одну субботу меньше, а прошлогодний квартал совпал с ажиотажем, поэтому база была высокой.

Через месяц компания опубликовала финансовые результаты, и оказалось, что маржа выросла, а прибыль превзошла ожидания. Акции вернулись к прежним уровням. Эта история показывает, что рынок часто реагирует на заголовочную цифру слишком эмоционально. Инвестор, который понима-

ет, из чего складываются сопоставимые продажи, может отличить временное отклонение от устойчивой тенденции и не поддаться панике.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.