

“Оптовые клубы” – оазис для инвестора во время рецессии?

Дискаунтер BJ's Wholesale Club успешно развивает бизнес в то время, когда другие отрасли стагнируют. Давайте выясним, как ему это удается.

Сегодня, в период активного повышения ключевой ставки ФРС, на фондовом рынке остается все меньше стабильно растущих направлений. Один из “безопасных островков”, помогающий инвесторам не поддаваться панике и удерживать позиции – это компании с бизнес-моделью “оптовых клубов”, которая предполагает оплату членских взносов на манер подписки. Такая модель более устойчива, поскольку покупатели “подписки” стремятся ее окупить, и это позволяет компаниям с большей уверенностью прогнозировать выручку и объем инвестиций.

Название и тикер	BJ's Wholesale Club (BJ)
Сектор	Потребительский постоянный, дискаунтеры
Капитализация (05.10.22), \$ млрд	10,3
Основные виды деятельности	Дистрибуция товаров повседневного спроса
Персонал	более 34 000 человек
Выручка за последние 12 месяцев, \$ млрд	17,8
География бизнеса	США

Динамике котировок компании позавидует любой технологический бренд: акции BJ выросли на 186% за последние 3 года. Как правило, активный рост приходится на 1-2 квартал года, а в 3-4 – боковой тренд.



Рис. 1. Курс акций BJ за последние 3 года. [Источник](#)

Рынок

На американском фондовом рынке отрасль дискаунтеров представлена 10 компаниями. За последние 12 месяцев их совокупный индекс показал рост 0,5%, в то время как рынок в целом упал на 11,85%.



Рис. 2. Индекс отрасли Discount Stores. [Источник](#)

За последние 3 года среднегодовой темп роста отрасли в денежном выражении составил [6,7% CAGR](#). По прогнозам, глобальный рост отрасли с 2022 по 2028 годы составит [5,1% CAGR](#). При этом самым быстрорастущим сегментом выручки окажется е-commerce с темпами 14,6%.

Структура выручки

Чистая товарная выручка BJ включает в себя 3 направления:

- сегмент “продукты” – 65% бизнеса, год назад он составлял 71%;
- “товары и услуги” – 12%, в прошлом году было 14%

- “бензин и прочее” – в этом году он вырос с 15% до 25%.

Судя по показателям сегментов выручки, в США подорожание бензина – серьезная проблема для населения. Высокие цены на заправках мотивируют искать дешевую альтернативу в оптовых клубах типа VJ, что моментально отражается на выручке дискаунтеров.

Выручка по сегментам

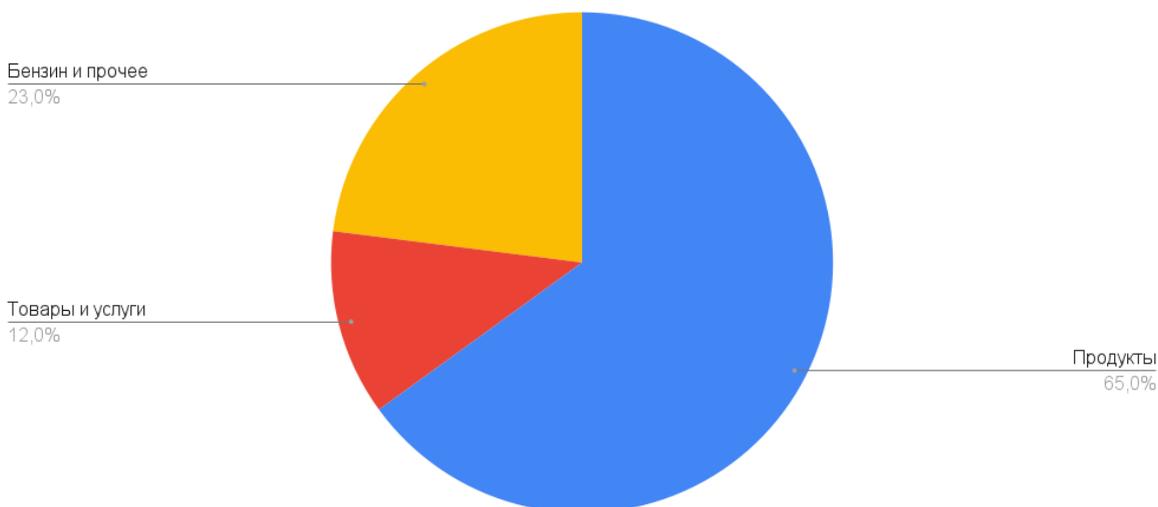


Рис. 3. Сегментация выручки VJ по направлениям. [Источник](#)

Нетоварная выручка VJ – это членские взносы, они составляют 2% от совокупного дохода. Рост за последние 6 месяцев составил 11,57% против роста 8% в прошлом году.

Основные финансовые показатели

Как видно из темпов роста выручки, VJ еще не восстановилась к допандемийному уровню. В настоящее время компания присутствует только в 19 штатах на восточном побережье США, хотя обладает большим потенциалом для расширения.

Маржинальность по EBITDA находится вблизи среднеотраслевых 5%.

Соотношение чистый долг / EBITDA не вызывает опасений, а вот соотношение Обязательства / Активы выше нормы в 60%. При этом у ближайшего конкурента Costco (COST) этот показатель на уровне 68%.

Показатель	30 янв. 2021	29 янв. 2022	ТТМ
Выручка	15,4	16,6	18,2
Темп роста	16,9%	7,7%	9,6%
EBITDA	5,2%	4,8%	4,7%

маржинальность			
Чистый долг / EBITDA	1,5	1,2	1,2
Обязательства / Активы	94,1%	88,5%	86,6%
Рентабельность на капитал ROE	131,8%	65,8%	57,1%

Показатели рентабельности на капитал ROE “слегка зашкаливающие”, поскольку у компании маленькая доля капитала по отношению к долгу. Видимо, корпоративная стратегия предполагает развитие сети за счет леввериджа. Это очень вероятно, так как среди основных акционеров преобладают финансовые инвесторы, нацеленные на максимальный рост стоимости акций: Fidelity (13,25%), BlackRock (10,8%) и Vanguard (10,64%).

Суммарный денежный поток от операционной деятельности за первые 6 месяцев 2022 года снизился на 21%, однако выручка все равно выросла из-за инфляции. Более детальное изучение оборотного капитала за первые два квартала 2022 показывает:

- рост запасов – 11%;
- рост дебиторской задолженности – 18%;
- рост кредиторской задолженности – 12%.

Как видим, рост дебиторской задолженности происходит быстрее, чем кредиторской, это отражает ускорение спроса на услуги компании, благодаря этому ускоряется темп роста выручки.

А то, что запасы растут чуть медленнее кредиторской задолженности, говорит нам, что спрос аудитории VJ сместился от продуктовых и товарных сегментов в пользу топливного.

Однако эти же показатели можно интерпретировать и как снижение спроса на услуги компании, из-за чего падают продажи, и это ведет к увеличению дебиторской задолженности.

В то же время, снижение кредиторской задолженности может быть обусловлено просьбой компании отсрочить платежи поставщикам, чтобы сильно не проседал операционный денежный поток и оборотный капитал в целом, поскольку это могло бы негативно повлиять на стоимость акций VJ.

Выплаты акционерам

Компания не имеет практики выплачивать дивиденды. Уровень байбеков с 2019 года находится в диапазоне 1,5-1,8% для поддержки курса акций и выплаты премий менеджменту.

Сравнительная оценка

По многим показателям BJ смотрится дороже своих конкурентов, что оправдывается высокими темпами роста за последний квартал. Но даже несмотря на быстрый рост, BJ нельзя назвать самой дорогой компанией среди конкурентов при сравнении мультипликаторов.

Аналоги	Темп роста выручки (qoq)	EV/EBITDA LTM	EV/Revenue LTM	P/E LTM	P/S LTM
BJ's Wholesale Club	22,4%	14,6	0,7	20,0	0,5
Dollar Tree	6,7%	21,0	0,7	12,9	0,3
Dollar General	9,0%	18,4	2,0	23,7	1,6
Target Corporation	3,5%	10,4	0,8	17,1	0,7
Итого	7,85%	18,4	0,8	17,1	0,7

BJ's Wholesale Club		Показатель	Млрд \$
Справедливая цена на акцию	95,44	Выручка	16,7
Ср. темп роста	8,71%	EBITDA LTM	0,9
Темп роста Last Year	7,79%	Net Income LTM	0,5
Темп роста выручки Last Quarter (YoY)	9,63%	Количество акций в обращении	134 340 000

Рис. 4. Сравнительная оценка BJ по мультипликаторам. [Источник](#)

По нашим расчетам, справедливая стоимость на акцию BJ составляет \$95, это значительно больше текущей рыночной стоимости \$70.

Вывод

У компании неплохие перспективы: сети оптовых дискаунтеров становятся популярным выбором инвесторов с точки зрения потребительского спроса. Ведь в период высокой инфляции граждане все чаще ищут где сэкономить, и оптовые клубы получают значительный прирост трафика.

Последние данные по безработице в США составили 3,5%, вместо ожидаемых 3,7%, а сокращение добычи нефти от ОПЕК+ в этом месяце составило 1 млн баррелей в сутки. Поэтому можно предположить, что в США еще далеко от обуздания инфляции, а дискаунтеры будут только выигрывать от роста цен.

Но есть и риски. Нефть дороже \$100 за баррель и крайне низкий уровень безработицы могут подтолкнуть чиновников ФРС к дальнейшему стремительному ужесточению монетарной политики. Это может вызвать массовые распродажи из-за панических настроений, что грозит привести к более значительным просадкам котировок.

Также не стоит забывать про возможный возврат коронавирусных ограничений и дипломатическое противостояние между США и Китаем. Это может негативно повлиять на настроения инвесторов фондового рынка.

Тест

На каком уровне находится соотношение “Обязательства / Активы” у ВJ?

1. Как у Costco.
2. Ниже нормы.
3. **Выше нормы.**

Назовите самый быстрорастущий сегмент продаж ВJ.

1. Продукты.
2. Товары и услуги.
3. **Бензин и прочее.**