

Марта Итоги встречи с инвесторами

- **Прозрачность.** С учетом комплексной и многосегментной модели бизнеса, Марта по-прежнему недостаточно прозрачна. Однако ситуация меняется: юридическая структура компании оптимизируется, долгожданные итоги аудита KMPG за 2005 г. по международным стандартам учета близки к утверждению. Зарегистрированная в Австрии материнская компания, выставившая оферты по облигациям Марты, пока не подготовила консолидированные финансовые показатели. Тем не менее, они должны быть опубликованы в 2006 г.
- **Стратегия.** Розничную сеть Марты следует оценивать как подразделение по новым рынкам германского ритейлера REWE и, в меньшей степени, группы METRO. Тем не менее, мы не уверены в осуществимости заявленной стратегии Марты, предусматривающей выход на пятое место в сегменте розничной торговли и в лидеры рынка коммерческой недвижимости. Подобная двойственность задач может поставить под удар эффективность операционной деятельности. Для компании крайне важна возможность продавать открытые магазины своим партнерам и получать от них арендную плату за недвижимость. Ввиду отсутствия подробной информации нам сложно оценить реальную степень поддержки со стороны REWE и METRO. Тем не менее, мы полагаем, что за последние полгода эта поддержка не стала слабее.
- **Розничная торговля.** Рекордно высокая прибыльность Марты (рентабельность EBITDA за 2005 г. достигла 15%) объясняется главным образом включением доходов от продажи действующих магазинов компании в статью EBITDA. С точки зрения бизнес-профиля Марты, подобная практика не лишена смысла, но с точки зрения отчетности такой подход не является бесспорным. У нас были некоторые вопросы в отношении эффективности новых приобретений Марты (в частности, сети «Пи» во Владимирской области), но руководство компании частично развеяло наши опасения.
- **Девелоперский бизнес.** Менеджмент полагает, что приобретение торгового комплекса в Красноярске соответствует стратегии компании – ожидается, что якорным арендатором в новом торговом комплексе станет одна из розничных сетей, входящих в группу METRO. В ближайшее время Марта приступит к активной реализации многочисленных девелоперских проектов в сфере коммерческой недвижимости. Компания серьезно готовится к первичному размещению акций своей наиболее прозрачной 100%-ной девелоперской «дочки» – группы PTM, оценку недвижимости и аудит показателей которой проводят Colliers и BDO соответственно.
- **Уровень долга.** Марта по-прежнему имеет высокий долг, который в будущем, вероятно, продолжит расти. По прогнозам руководства, после эмиссии нового выпуска облигаций общий долг Марты достигнет USD210 млн, тогда как неучтенная в данном показателе задолженность ее девелоперского бизнеса в настоящее время составляет около USD80 млн. В отличие от девелоперов с более сбалансированной бизнес-моделью, у Марты EBITDA часто недостаточна для покрытия процентов (если ориентироваться на квартальные показатели), поэтому инвестиционный денежный поток для нее очень важен. К настоящему моменту компания заключила сделку с розничной сетью Billa на продажу еще 15 магазинов, которая должна быть завершена в сентябре. Продажа торгового центра Park House (Тольятти) также должна состояться осенью.
- **Вывод.** На протяжении последнего полугодия наши оценки перспектив Марты были оптимистичнее рыночных. Однако в последнее время нас беспокоит способ финансирования бизнеса и растущая долговая нагрузка компании. Коэффициент покрытия процентных платежей за счет EBITDA и денежного потока у Марты носит нестабильный характер, и в этой связи настораживает акцент компании на девелоперских проектах, не способствующих повышению ликвидности. После публикации финансовой отчетности Марты за 2005 г. мы представим обновленный анализ ее финансовых показателей, и наша оценка справедливого спреда по облигациям Марта-Финанс, скорее всего, приблизится к рыночным уровням.

Основные показатели:

Неаудированные данные управленческого учета розничного бизнеса Марты

	2005	Изменение
Выручка, USD млн	192.9	+49%
Валовая прибыль, USD млн	44.4	+26%
Валовая рентабельность	23.0%	-4.2 п. п.
EBITDA, USD млн	28.6	+18%
Рентабельность EBITDA	14.8%	-4 п. п.
Общий долг	188.1	+102%
Общий долг/EBITDA	6.6x	

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

**Начальник отдела анализа
акций**
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Заместитель начальника
отдела анализа акций**
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брантон

Отдел анализа долговых обязательств
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбег
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

**Организация корпоративных
мероприятий**
+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

**Технический анализ, базы данных,
разработка новых продуктов**
+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвержены риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100