



RUSSIAN CORPORATE DEBT RESEARCH

МАТРИЦА: Перезагрузка

После размещения в декабре 2005 года выпуск Матрица'08 торгуется заметно ниже номинала, представляя собой самую доходную бумагу в секторе российского ритейла. Основной причиной для этого являются формально слабые кредитные показатели эмитента, а именно, высокое соотношение Долг/ЕБИТДА.

Мы предлагаем инвесторам взглянуть на риск Матрицы свежим взглядом, сфокусировав особое внимание на рыночной стоимости активов эмитента, которая существенно превышает объем его финансового долга и является основной гарантией платежеспособности компании.

- Матрица – региональная розничная сеть с сильными позициями на рынке Башкортостана. Более половины магазинов и три складских комплекса принадлежат компании на правах собственности. Рыночная стоимость объектов недвижимости на 1 июля 2006 года составила 3,3 млрд руб., превысив финансовый долг компании более чем в 1,5 раза. Право собственности на 60 тыс. кв. метров коммерческой недвижимости открывает возможность привлечь финансовые ресурсы с использованием механизма sale-lease back.
- С момента размещения облигаций прозрачность компании повысилась. Подготовлена консолидированная управленческая отчетность по МСФО с подробными расшифровками. Компания готовится приступить к аудиту отчетности за 2006 год, результаты которого будут опубликованы во втором полугодии 2007 года. Проводить аудит будет одна из компаний большой четверки.
- Матрица характеризуется высокой долговой нагрузкой (Долг/ЕБИТДА – 10) и невысокой, по отраслевым стандартам, рентабельностью.
- По оценке менеджмента годовая выручка в 2006 г. составит около 5,5 млрд руб. Допуская, что рентабельность по ЕБИТДА по итогам года окажется в диапазоне 5-6%, а долг – неизменным, мы ожидаем улучшения коэффициента Долг/ЕБИТДА до 6,5-7,8 на конец года.
- Учитывая разницу в сроках, выпуск Матрица'08 предлагает премию в размере около 50-75 бп к облигациям ближайшего аналога на рынке – Марты-Финанс. Если компания опубликует аудированную отчетность за 2006 год, а долговая нагрузка по итогам года окажется в диапазоне нашей оценки, кредитный спрэд между облигациями Матрицы и Марты может сократиться до 0. Матрица'08 торгуется на бирже с доходностью к оферте 13.44%.
- Выпуск Матрица'08 представляет интерес для инвесторов, желающих диверсифицировать свой портфель высокодоходным инструментом с достаточно высоким по отраслевым меркам уровнем риска.

Матрица'08

Сектор	Розничная торговля
Bloomberg	MATRIT
Эмитент	Матрица
Объем	1,2 млрд руб.
Купон	12,32%, полугодовой
Оферта	Июнь 2007, цена 100%
Погашение	Декабрь 2008 года

Основные финансовые показатели , млн руб.

МСФО (неаудированная)	6M2005	2005	6M2006
Выручка	1 236	4 350	1 953
ЕБИТ	99,2	334,0	90,0
ЕБИТДА	103,0	341,0	106,0
Активы	3 049	4 929	5 258
Собственный капитал	2 010	2 102	2 596
Долг	670	2 196	2 135
Норма ЕБИТ	8,0%	7,7%	4,6%
Норма ЕБИТДА	8,3%	7,8%	5,4%
Козф. ликвидности	0,8	1,5	0,8
Краткоср. долг, %	81,0%	44,0%	42,1%
Долг/Собственный капитал	33,3%	104,5%	82,2%
Долг/Активы	22,0%	44,6%	40,6%
Долг/ЕБИТДА	3,3	6,4	10,1
Долг/ЕБИТ	3,4	3,3	11,8
ЕБИТДА/Проценты	2,5	2,4	1,7
ЕБИТ/Проценты	2,4	2,9	1,4

Источник: Компания



Параметры выпуска

Объем – 1,2 млрд руб., полугодовые купоны, срок до погашения – 2 года 2 месяца, оферта на выкуп в июне 2007 года по номиналу. В настоящий момент Матрица торгуется на бирже с доходностью к оферте 13.44%.

Рейтинги

Матрица не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Профиль эмитента

Матрица – региональная розничная сеть, основная деятельность которой сосредоточена на территории Башкортостана. Компания начала развиваться в 1994 году как оптовый поставщик алкогольной продукции. По состоянию на конец сентября 2006 года сеть насчитывала 32 магазина, в том числе 1 гипермаркет в Москве.

Матрица развивает магазины в формате супермаркет, средней площадью 1000 кв.м. и ориентирована на покупателя со средним и выше уровнями доходов. Соотношение продовольственных и непродовольственных товаров в сети Матрица составляет 80/20. Кроме того, компания развивает супермаркеты эконом-класса под брендом «Оптимаркет».

Основными направлениями деятельности Матрицы являются:

- розничная торговля,
- оптовая торговля.

Направление розничной торговли представлено 32-мя супермаркетами и 12-ю магазинами, специализирующимися на продаже алкоголя, под брендом «Мастер вин». Матрица занимает около 60% на рынке ввозного алкоголя Башкортостана.

История создания

1994 г. – ЗАО «Новое время» начало деятельность по оптовой продаже алкоголя.

1998 г. - создано ЗАО «Мастер Вин», основным направлением деятельности которого также являются оптовые продажи алкоголя.

2000 г. - дочерним обществом ОАО «Уралсиб» создано ООО «Универсал-трейдинг» для розничной торговли товарами народного потребления под торговой маркой «Матрица».

2001 г. - 100% акций ООО «Универсал-трейдинг» приобрел г-н Гизатуллин Т.Х., на тот момент сеть насчитывала 5 магазинов.

Структура группы

В 2006 году была проведена реорганизация корпоративной структуры Группы, в результате которой ООО «Универсал-трейдинг» стало во главе холдинга, объединяющего 16 компаний.

Г-н Гизатуллин, владеющий 100%-ой долей в ООО «Универсал-Трейдинг», полностью контролирует деятельность Группы.

Рыночные позиции

По мнению менеджмента, Матрица занимает лидирующие позиции в своем ключевом регионе присутствия. В Уфе федеральные сети представлены двумя гипермаркетами Рамстор и двумя магазинами Патэрсон, также присутствуют франчайзинговые магазины Пятерочки.

Матрица – крупная сеть супермаркетов в Башкортостане

Матрица контролирует 60% рынка ввозного алкоголя

В результате проведенной в 2006 году реорганизации сформирована вертикальная структура холдинга

Сильные позиции сети на «домашнем» рынке



По количеству магазинов своего формата Матрица – безусловный лидер.

Операционная деятельность

Компания отказалась от развития private label, так как программа не показала эффективности на Башкирском рынке.

По данным компании LFL продажи выросли на 15% за прошедший год.

Размер среднего чека – 207 руб. без учета гипермаркета в Москве.

Продукция собственного производства – горячий и салатный цехи, выпечка и пр. формируют 5 % выручки.

Большая часть магазинов, 56% общей площади, находится в собственности компании.

Планы на будущее

В течение года Матрица планирует открыть 12 магазинов в Башкирии, в том числе 6 - до конца 2006 года. Московский гипермаркет – не случайность, в конце 2007 – первой половине 2008 года в Москве будут открыты сразу 5 магазинов Матрица.

До конца 2006 года компания закончит строительство распределительного центра в Башкирии, что может положительно отразиться на рентабельности, оптимизировав затраты на логистику.

По итогам 2006 года Матрица рассчитывает получить 5,5 млрд. руб. выручки, что на 26% больше чем в 2005 году. Также ожидается улучшение валовой маржи с 20,2% в 2005 до 24% по итогам 2006 года.

Капитальные затраты Матрицы в 2006 году составят 950 млн. руб., на конец сентября 2006 года инвестиционная программа профинансирована на 76% или в размере 720,5 млн руб.

На 2007 год запланировано снижение капитальных расходов до 600 млн руб.

Для этих целей, а так же на рефинансирование краткосрочных долгов компания намерена разместить второй облигационный заем в 2007 году в размере 1,5-1,8 млрд руб.

Финансовая отчетность

Матрица готовит отчетность входящих в группу компаний по РСБУ, а также предоставляет неаудированную консолидированную отчетность холдинга по МСФО. Компания планирует в 2007 г. провести аудит консолидированной отчетности по международным стандартам за 2006 год.

Последний период, по которому имеются данные – I половина 2006 года.

млн. руб.	1П2005	2005	1П2006		1П2005	2005	1П2006
				Валовая маржа	23,4%	20,2%	23,6%
				Маржа EBITDA	8,3%	7,8%	5,4%
Выручка	1 236	4 350	1 953	Маржа EBITDAR	9,6%	н/д	7,1%
Валовая прибыль	289	877	460	Чистая маржа	4,3%	4,7%	1,2%
EBITDA	103	341	106				
EBITDAR	119	н/д	139	Долг/Выручка	0,27	0,50	0,55
EBIT	99	334	90	Долг/EBITDA	3,25	6,44	10,08
Чистая прибыль	54	206	23	Долг/EBIT	3,38	3,29	11,80
				Чистый долг/EBITDA	3,18	6,16	9,91
Активы	3 049	4 929	5 258	EBITDA/Проценты	2,26	2,99	1,70
Собственный капитал	2 010	2 102	2 596				
Долг	670	2 196	2 135	Долг/Активы	0,22	0,45	0,41
в т.ч. краткосрочный	543	976	899	Долг/Собственный капитал	0,3	1,0	0,8
Денежные средства	15	94	34	Краткоср. долг/Долг	81,0%	44,4%	42,1%
Процентные расходы	46	114	62	Текущая ликвидность	0,80	1,54	0,82
				Оборачиваемость деб. задолженности	29	62	17
				Оборачиваемость кред. задолженности	41	59	56

Источники: данные компании, оценки Уралсиба

LFL рост на 15% в год

Более половины магазинов – в собственности компании

До конца года будут открыты 6 супермаркетов в Башкортостане и 12 в течение года

В 2006 году будет закончено строительство распределительного центра

Выручка 2006 года – 5,5 млрд руб. Рост на 26% год к году.

Снижение капитальных затрат

CAPEX 2006 – 950 млн руб. CAPEX 2007 – 600 млн руб.

Второй выпуск облигаций на 1,5-1,8 млрд руб. в 2007 году

2007 г. - аудит консолидированной отчетности по МСФО



Прибыли и убытки

Выручка компании выросла на 58% по сравнению с аналогичным периодом 2005 года. Рост валовой прибыли составил 59%, при незначительном улучшении валовой маржи с 23,4% до 23,6%, отражая контроль компании над себестоимостью реализуемой продукции.

ЕБИТДА почти не изменилась по сравнению с первым полугодием 2005 года, увеличившись лишь на 2,9%. Рентабельность по ЕБИТДА продемонстрировала отрицательную динамику, сократившись с 8,3% и 7,8% в первом полугодии 2005 и по полному году соответственно до 5,4%. По нашей оценке, рентабельность ЕБИТДАР также снизилась с 9,6% до 7,1%. Снижение рентабельности было обусловлено, высоким темпом роста коммерческих, общехозяйственных и административных расходов, который составил более 80% по отношению к первому полугодью 2005 г, существенно превышая темп роста выручки и валовой прибыли.

Активы

Валюта баланса – 192 млн долл. в июле 2006 года, на 6,7% больше, чем в конце 2005 года. Основные средства составляют приблизительно 77% суммарных активов. Такая структура активов связана с политикой компании в отношении недвижимости. По состоянию на 1 июля 2006 г. 56% площадей занимаемых супермаркетами (25,7 тыс. кв. м.) находились в собственности компании. Кроме того компании принадлежат на правах собственности складские помещения категории А и Б, используемые оптовыми подразделениями группы, общей площадью 32,6 тыс. кв. м. В управленческой отчетности основные средства представлены по стоимости близкой к рыночной в результате проведенной в целях перехода на МСФО переоценки на 1 января 2006 г, Оценка проводилась независимым оценщиком в соответствии с международными стандартами.

По состоянию на сентябрь 2006 года большая часть основных средств компании находилась в залоге в обеспечение привлеченных кредитов.

В конце I полугодия на балансе Матрицы было приблизительно 34 млн долл. денежных средств.

Долг

На сегодняшний день, долговая нагрузка Матрицы - самая высокая среди компаний сектора розничной торговли, представленных на публичном долговом рынке.

Финансовый долг компании составил в июле 2006 года 2,14 млрд руб., незначительно снизившись в сравнении с 2,2 млрд руб. на конец 2005 г., однако, за последний год увеличился более чем в три раза с 0,67 до 2,14 млрд руб. Рост долга был обусловлен привлечением в декабре 2005 года облигационного займа на 1,2 млрд руб.

Соотношение Долг/ЕБИТДА было в июле 2006 года на уровне 10.08 против 6.44 в 2005 году.

Ориентируясь на оценку менеджментом Матрицы величины годовой выручки в 2006 г. - 5,5 млрд руб. и допуская, что рентабельность по ЕБИТДА по итогам года окажется в диапазоне 5-6%, а долг – неизменным, мы оцениваем величину коэффициента Долг/ЕБИТДА в диапазоне 6,5-7,8 на конец года.

В конце I полугодия финансовый долг составлял 41% от валюты баланса - улучшение структуры по сравнению с концом 2005 года, когда это соотношение составляло 45%.

В результате размещения облигационного займа структура долга улучшилась. Доля краткосрочного долга снизилась с 81% в первом полугодии 2005 г. до 42% в 2006 году.

Выручка – рост на 58%

Валовая прибыль – рост на 59%

Валовая рентабельность – без изменений

Рентабельность ЕБИТДА – снижение до 5,4%

Совокупные активы 192 млн долл.

Около 60 тыс. кв. м. складских и торговых помещений в собственности

млн руб.	Валюта	Ставка	1П2006
Облигации	руб.	12,32%	1 200
Сбербанк	руб.	11,65%	35
Итого долгосрочные			1 235
Башкирское ОСБ 8598	руб.	12%	350
ОАО "Уралсиб"	руб.	10-12,5%	500
Внешторгбанк	руб.	14-15%	49
Итого краткосрочные			898
ИТОГО ДОЛГ			2 133

Источник: Компания

Долг/ЕБИТДА – 10x

Доля краткосрочного долга – 42%



Финансовый долг компании на 56% представлен облигационным займом на 1,2 млрд руб., оставшиеся 0,93 млрд руб. – преимущественно краткосрочные кредиты российских банков Сбербанка, Уралсиба и Внешторгбанка.

Ликвидность

Ликвидность Матрицы осталась неизменной по сравнению с первым полугодием 2005 года. Коэффициент текущей ликвидности составил 0,82 против 0,8 годом ранее.

Стоит обратить внимание, что ситуация, в которой краткосрочные обязательства превышают оборотные активы, типична для российской розницы и объясняется возможностью крупного покупателя диктовать свои условия поставщикам, добиваясь существенной отсрочки платежа по приобретаемым товарам.

Так оборачиваемость кредиторской задолженности в днях увеличилась с 41 до 56 год к году, а оборачиваемость дебиторской задолженности, напротив, снизилась с 29 до 17 дней год к году. В целом такие показатели оборачиваемости являются нормальными для компаний отрасли.

Однако, снижение рентабельности EBIT и EBITDA вместе с ростом процентных расходов, за счет существенного увеличения долга в рассматриваемый период, привело к снижению коэффициентов покрытия процентных платежей, в частности EBITDA/Проценты сократился с 2,26 до 1,7 а EBIT/Проценты - с 3,65 до 1,45 год к году.

Ликвидность компании находится на удовлетворительном уровне, но низкое значение коэффициентов покрытия может потребовать доступа к краткосрочному финансированию.

EBITDA/Проценты - 1,7x
EBIT/Проценты – 1,45x

Сильные и слабые стороны компании

Сильные стороны:

- Высокие темпы роста в розничном секторе, сокращение доли неорганизованной торговли в пользу магазинов современных форматов, позволяют нам оптимистично смотреть на компании сектора
- Сильные позиции розничной сети в своем ключевом регионе – Башкортостане
- Повышение информационной прозрачности компании
- Матрица планирует проводить аудит своей отчетности по международным стандартам по итогам 2006 года
- Большая часть недвижимости находится в собственности компании, при необходимости может быть осуществлено финансирование по схеме sale-lease back

Слабые стороны:

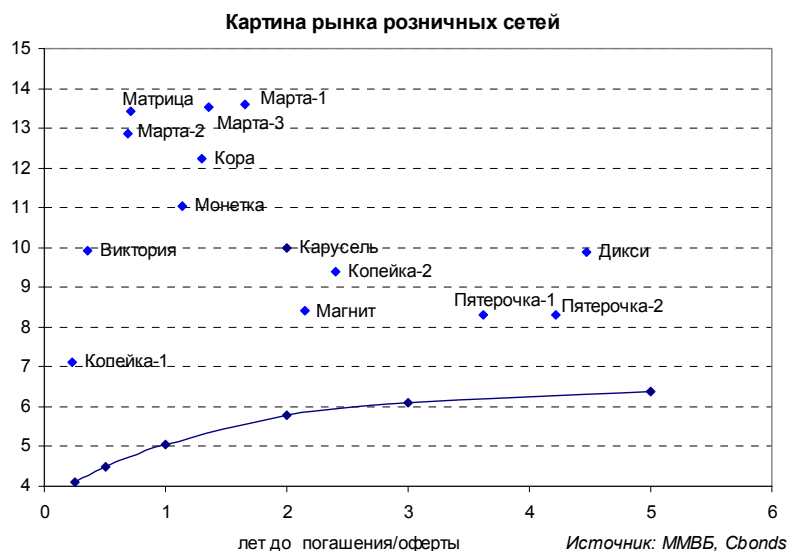
- Очень высокий уровень долговой нагрузки
- Низкая рентабельность
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности
- Риски усиления конкуренции на рынке Башкортостана
- Риски связанные с выходом сети на Московский рынок



Матрица и облигации розничных сетей

Крупнейшие федеральные и локальные региональные сети широко представлены на рынке рублевых облигаций. Качество эмитентов сильно рознится, как с точки зрения масштаба бизнеса и долговой нагрузки, так и с точки зрения информационной прозрачности.

На графике представлена карта долгового рынка розничного сектора.



В представленной ниже таблице проводятся финансовые показатели Матрицы и некоторых эмитентов, представленных на графике.

Матрица по сравнению с конкурентами 1П2006, USDm					
	Матрица	Марта, кв. 1	Карусель	Пятерочка*	Магнит
Выручка	71	79	123	1 581	1 074
Валовая прибыль	17	16	28	420	189
ЕВИТДА	4	6	12	149	47
ЕВИТ	3	4	8	117	35
Активы	192	333	400	4 148	589
Собственный капитал	95	106	211	2 843	73
Долг	78	189	144	818	75
в т.ч. краткосрочный	33	51	79	137	8
Денежные средства	1	5	14	49	18
Процентные расходы	2	2	н/д	27	6
Валовая маржа	23,6%	20,4%	22,5%	26,6%	17,6%
Маржа ЕВИТДА	5,4%	7,4%	9,7%	9,4%	4,4%
Долг/Выручка	0,55	0,59	0,59	0,26	0,04
Долг/ЕВИТДА	10,08	8,03	6,06	2,75	0,80
Долг/ЕВИТ	11,80	10,84	9,37	3,49	1,07
Чистый долг/ЕВИТДА	9,91	7,80	5,47	2,59	0,61
ЕВИТДА/Проценты	1,70	2,72	н/д	5,51	7,42
Долг/Активы	0,41	0,57	0,36	0,20	0,13
Долг/Собственный капитал	0,82	1,78	0,68	0,29	1,03
Краткоср. долг/Долг	0,42	0,27	0,55	0,17	0,10
Текущая ликвидность	0,82	1,69	0,86	0,63	1,38
Оборачиваемость деб. задолженности	17	46	116	21	13
Оборачиваемость кред. задолженности	56	56	178	88	36

*Источники: данные компаний, оценки Уралсиба
Пятерочка+Перекресток pro forma



Проводя наше исследование, мы пришли к выводу, что на рынке нет «идеального» аналога Матрицы. С точки зрения размера бизнеса, оцененного по выручке, Матрица наиболее близка к таким региональным сетям как Монетка и Алпи, облигации которой еще не вышли на рынок. В отличие от Матрицы долговая нагрузка Монетки и Алпи существенно ниже, кроме того, последняя работает по двум направлениям, развивая розничную сеть и птицеводство, приносящее до 1/3 выручки. Высокая рентабельность в птицеводстве, сглаживает низкие результаты розничного бизнеса.

Обращаясь к более крупным компаниям, очевидно, что по кредитному качеству Матрица уступает лидерам рынка – Магниту, Пятерочке, Перекрестку, Копейке и Дикси. Матрица не предоставляет аудированной отчетности по международным стандартам, является региональной сетью и существенно уступает лидерам как в размере бизнеса так и в рентабельности, за исключением Магнита.

По величине долговой нагрузки компания сопоставима только с Мартой и Каруселью. В отличие от Матрицы Карусель публикует аудированную отчетность по МСФО, вдвое превосходит Матрицу по объему продаж и имеет возможность реализовать существенно более быстрый рост уже в следующем году. Дополнительным плюсом является то, что акционерами Карусели являются основатели Пятерочки.

Марта так же превосходит Матрицу по объему продаж, публикует, хоть и с существенной задержкой, консолидированную аудированную отчетность по МСФО, сотрудничество с REWE Group позитивно отражается на качественной оценке кредитного профиля эмитента. Высокая доходность, которая сложилась на облигации Марты, обоснована высокой долговой нагрузкой, более низкой валовой маржой по сравнению конкурентами и сложной структурой бизнеса группы, включающей девелоперское направление.

Мы отмечаем, что прозрачность компании повысилась. Однако высокий уровень долговой нагрузки, снижение темпов роста выручки на фоне низкой рентабельности, а также рискованный проект по выходу на московский рынок, справедливо отражены высокой доходностью облигаций Матрица'08, которые торгуются под 13,44% к оферте в июне 2007 года.

Учитывая разницу в сроках, выпуск Матрица'08 предлагает премию в размере около 50-75 бп к облигациям Марты. Если компания опубликует аудированную отчетность за 2006 год, а долговая нагрузка по итогам года окажется в диапазоне нашей оценки, кредитный спрэд между облигациями Матрицы и Марты может сократиться до 0.

По размеру выручки Матрица сопоставима с небольшими региональными сетями, но уступает им по долговой нагрузке

Матрица уступает по кредитному качеству лидерам рынка

Долговая нагрузка Матрицы выше чем у Марты

Премия 50-75 бп к облигациям Марты – адекватная компенсация за более высокую долговую нагрузку и отсутствие аудированной отчетности

Если компания опубликует аудированную отчетность за 2006 год кредитный спрэд между облигациями Матрицы и Марты может сократиться до 0.



Fixed Income

Head of Fixed Income

Alexander Pugach, apugach@uralsib.ru

Sales

Sergey Shemardov, head of sales, she_sa@uralsib.ru
 Elena Dovgan, sales-manager, dov_en@uralsib.ru
 Anna Karpova, sales-manager, kar_am@uralsib.ru
 Tatiana Arkhipova, sales-manager, tarkhipova@uralsib.ru

Trade

Andrew Borisov, senior trader, bor_av@uralsib.ru
 Vyacheslav Chalov, trader, chalovVG@uralsib.ru

Research

Dmitry Dudkin, head of research, DudkinDI@uralsib.ru
 Anastassia Zaleskaya, senior analyst, zal_av@uralsib.ru

Capital Markets

Ilya Zimin, director, zimin@uralsib.ru
 Guzel Timoshkina, director, tim_gg@uralsib.ru

Victor Orekhov, senior associate, ore_vv@nikoil.ru

RESEARCH

Head of Research

Vladimir Savov, sav_vn@uralsib.ru

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru

Strategy

Vladimir Savov, sav_vn@uralsib.ru
 Natalia Maiorova, mai_ng@uralsib.ru

Metals & Machinery

Senior analyst: Kirill Chuiko, chu_ks@uralsib.ru
 Dmitry Smolin, smolindv@uralsib.ru

Telecommunications

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru
 Stanislav Yudin, yud_sa@uralsib.ru

Oil & Gas

Caius R. Rapanu, rap_ca@uralsib.ru
 Alex N. Kormschikov, kor_an@uralsib.ru
 Anna Yudina, udi_an@uralsib.ru

Banking

Vladimir Savov, sav_vn@uralsib.ru
 Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru
 Maria Plotnikova, plo_my@uralsib.ru

Consumer Goods / Retail, Transportation

Vladimir Savov, sav_vn@uralsib.ru

Politics & Economics

Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

Editorial & Production

Mark S. Bradford, bra_ms@uralsib.ru

Andrei Pyatigorsky, pya_ae@uralsib.ru

Julia Prokopenko, pro_ja@uralsib.ru

Julia Kruchkova, kru_jo@uralsib.ru

Olga Simkina, sim_oa@uralsib.ru

Olga Simkina, sim_oa@uralsib.ru

Internet / Design / Data Specialist

Andrei Bogdanovic, BogdanovicAS@uralsib.ru

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer. While all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB Capital makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. No one shall take any investment decision in reliance on this report. Neither URALSIB Capital nor its agents nor affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. The information is the exclusive property of URALSIB Capital and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

© URALSIB Capital 2005