



ДОЛГОВОЙ РЫНОК ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

А. Ермак aermak@regnm.ru
К. Комиссаров kommisarov@regnm.ru

РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОКУПАТЬ
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА 99,8
СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА 100,8

Выпуск	Матрица Финанс, 1
Объем займа, млн руб.	1 200 000 000
Ставка купона, %	1–3 купоны — 12,32% годовых 4–6 купоны — 12% годовых
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация к погашению, лет	1,4
Доходность к погашению, %	12,44

«МАТРИЦА»: ГЛАВНЫЙ ЭЛЕМЕНТ

млн руб.	2005	2006	2007F
Выручка	3 140	4 629	6 837
ЕБИТДА	374	497	976
маржа, %	11.9%	10.7%	14.3%
ЧП	206	209	332
маржа, %	6.6%	4.5%	4.9%
Долг	2 196	2 835	4 530
Долг/ЕБИТДА, х	5.9	5.7	4.6
ЕБИТДА/%, х	3.3	3.1	2.6

«Матрица» — крупнейшая розничная сеть Республике Башкортостан. Доля розничного рынка компании оценивается в 15–20%, доля оптового рынка — в 65%. Компания владеет гипермаркетом в Москве. В 2007 г. компания планирует открыть 18 магазинов.

Значительное количество магазинов находится в собственности компании. Рыночная стоимость объектов недвижимости составляет 4,4 млрд руб.

Компания демонстрирует высокие темпы роста выручки (порядка 50% в прошлом году) и одну из самых высоких операционных рентабельностей среди региональных ритейлеров (10,7% по ЕБИТДА).

В 2007 году компания планирует рост товарооборота на 47–50%, что позволит приблизиться к планке в 7 млрд руб. Рост оборотов ожидается за счет увеличения сопоставимой выручки (+25%), расширения розничной сети (+18 магазинов) и за счет выхода «на проектную мощность» торговых точек, запущенных в конце 2006 г.

В 2007 г. операционная рентабельность сохранится на высоких уровнях — 14% по ЕБИТДА. Увеличение рентабельности будет обеспечиваться за счет роста торговой наценки и открытия распределительного центра в Уфе, что в свою очередь позволит оптимизировать логистическую цепочку поставок и распределения товаров. Рост рентабельности позволит компании сократить уровень долговой нагрузки до приемлемого для региональных ритейлеров уровня — по нашим оценкам, показатель долг/ЕБИТДА в 2007г. не превысит 4,5–4,6х.

На наш взгляд, на текущих уровнях облигации компании выглядят явно недооцененными, уровень справедливого спреда к G-кривой мы оцениваем на уровне 600 б.п., что соответствует эффективной доходности к погашению 11,7% годовых. Рекомендация — покупать.

Холдинг «Матрица» является крупнейшей продуктовой розничной сетью в Республике Башкортостан. По оценкам менеджмента, доля регионального рынка компании составляет 15–20%, а доля оптовых продаж алкогольной продукции на территории республики составляет 65%. Кроме того, компания имеет один торговый центр формата «Гипермаркет» в Москве.

Розничная сеть компании представлена 32-мя супермаркетами и 12-ю магазинами, специализирующимися на продаже алкоголя, под брендом «Мастер вин». В 2006 году было открыто 9 супермаркетов «Матрица» и 1 «Оптимаркет». Основная доля розничных продаж компании приходится на формат «Супермаркеты» (порядка 62% оборота в 2006 г.), доля развивающегося формата «Оптимаркет» составляет порядка 8%, на московский гипермаркет пришлось около четверти оборота.

Планы компании на 2007 год предусматривают: увеличение количества магазинов в Уфе, экспансию в города Самара, Казань, Оренбург, Пермь и Челябинск.

В 2006 году была проведена реорганизация корпоративной структуры Группы. В конце декабря 2006 г. было зарегистрировано ОАО «Холдинг Матрица» — произошло окончательное формирование единой юридической структуры Группы компаний «Матрица». ОАО «Холдинг Матрица» является головным предприятием Группы и полностью объединяет все дочерние предприятия Группы. Структура Группы представлена тремя основными блоками: розничный, оптовый и блок недвижимости.

КОРПОРАТИВНАЯ СТРУКТУРА ГРУППЫ МАТРИЦА



Источник: данные компании.

Матрица готовит неаудированную финансовую отчетность по МСФО с 1П 2006 г. В декабре 2006 г. заключен договор с компанией KPMG на аудиторскую проверку консолидированной финансовой отчетности Компании и дочерних обществ по состоянию на 1 января 2007 года и за отчетный год, оканчивающийся 31 декабря 2007 года, подготовленную в соответствии с МСФО.

Выручка компании в 2006 году составила 4,629 млрд руб., увеличившись почти в 1,5 раза по сравнению с 2005 годом. Доля розничной торговли составила 77%; оставшаяся часть приходится на оптовый сегмент. В 1 кв. 2007 г. темпы роста выручки компании несколько замедлились (+21,2%) что объясняется сезонными факторами функционирования розничного рынка.

Компания демонстрирует достаточно высокую для ритейла рентабельность: маржа прибыли до налогообложения, процентов и амортизации в 2006 г. составила 10,7% после 11,9% в предыдущем периоде; маржа чистой прибыли — 4,5 и 6,5% соответственно. В 1 кв. 2007 г. компания демонстрирует рост EBITDA и чистой прибыли: 140,1 млн руб. и 57,2 млн руб.

Суммарные активы Группы на 01.04.2007 г. составили 6,436 млрд рублей, снизившись с начала т.г. на 5,5%. Внеоборотная составляющая формирует до 70% всех активов. Внеоборотные активы главным образом представлены основными средствами (68,4% валюты баланса), незначительную долю составляют нематериальные активы (114 тыс. руб.) и долгосрочные финвложения (7,47 млн руб.).

Основные средства Группы увеличились в 1 кв. 2007 г. на 4,4%, составив 4,4 млрд руб. Основные средства отражены по их рыночной стоимости за вычетом начисленной амортизации. Оценка основных средств была произведена независимым оценщиком ООО «Инвестиционная оценка ОТКРЫТИЕ» по состоянию на 14 февраля 2007 года.

Матрица выгодно отличается от других ритейлеров высокой долей собственных торговых площадей. По состоянию на конец 2006 г. порядка 80% площадей (86,83 тыс. кв. м.) находились в собственности компании.

Оборотные активы Группы за 3 мес. т.г. снизились на 21,6% и составили 2,028 млрд руб. или 31,5% активов. Наиболее существенными статьями оборотных активов выступают запасы (9,9%) и дебиторская задолженность (17,5%).

Собственный капитал формирует до 43% всех источников финансирования деятельности компании, на 01.04.2007г. составил 2,74 млрд рублей, сформирован главным образом за счет добавочного капитала (2 млрд руб. или 31,1%П); УК составляет 270 млн руб. (4,2%П), нераспределенная прибыль на отчетную дату — 471,7 млн руб. (7,3%П).

В структуре обязательств Группы преобладают кредиты и займы, составляющие 2,86 млрд руб. или 41,6% валюты баланса. На кредиторскую задолженность приходится 11,6% совокупных пассивов.

Финансовый долг компании в 1 кв. т.г. практически не изменился, его объем составляет 2,86 млрд руб. Срочная структура кредитного портфеля почти поровну разделена между кратко- и долгосрочными обязательствами. Долгосрочные финансовые обязательства представлены облигационным займом (3-летний выпуск на 1,2 млрд состоялся в декабре 2005 г.), а также долгосрочной кредитной линией ООО «Универсал-Трейдинг» в Сбербанке. Краткосрочные финансовые обязательства представлены кредитами банков (Сбербанк, Уралсиб, ВТБ, МДМ-Банк).

Процентные ставки по кредитам варьируются от 10 до 12,65%. Основная задолженность номинирована в рублях.

Долговая нагрузка компании несколько выше показателей региональных ритейлеров: покрытие финансового долга прибылью до выплаты процентов, налогов и амортизации составляет 5,7х по итогам 2006 г. Соответственно, покрытие процентов по кредитам EBITDA составляет 3,1х по итогам 2006 г.

В 2007 году компания планирует рост товарооборота на 47–50% что позволит приблизиться к планке в 7 млрд руб. Рост оборотов ожидается за счет увеличения сопоставимой выручки (+25%), расширения розничной сети (+18 магазинов) и за счет выхода «на проектную мощность» торговых точек, запущенных в конце 2006 г.

Кроме того, компания планирует повысить рентабельность EBITDA — с 10,7% до 14% и снизить долговую нагрузку: прогнозный показатель долг/EBITDA — 4,6х.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГРУППА МАТРИЦА, МСФО			
	2005	2006	1К 2007
Выручка	3 140	4 629	1 421
Валовая прибыль	877	1 152	367
EBITDA	374	497	140
Чистая прибыль	206	209	57
Активы	4 929	6 807	6 436
Собственный капитал	2 102	3 039	2 742
Финансовый долг	2 196	2 835	2 859
Чистый долг	2 102	2 672	2 810
Показатели эффективности деятельности			
Маржа валовой прибыли, %	27.9%	24.9%	25.8%
Маржа EBITDA, %	11.9%	10.7%	9.9%
Маржа ЧП, %	6.6%	4.5%	4.0%
ROA, %	13.6%	6.4%	7.2%
ROE, %	19.6%	8.1%	7.9%
Показатели покрытия долга			
Выручка/финансовый долг	1.4	1.6	2.0
Финансовый долг/EBITDA	5.9	5.7	5.1
EBITDA/%	3.3	3.1	2.3
ЧД/EBITDA	5.6	5.4	5.0
Показатели структуры капитала			
Финансовый долг/Активы	0.45	0.42	0.44
Финансовый долг/Собственный капитал	1.04	0.93	1.04
Долгосрочный финансовый долг/ Финансовый долг	56%	51%	52%
Текущая ликвидность	1.22	1.12	0.92
Срочная ликвидность	0.82	0.56	0.58
Абсолютная ликвидность	0.06	0.07	0.02
Показатели деловой активности			
Оборачиваемость А, об-в	1.27	0.79	0.86
Оборачиваемость З, об-в	8.26	5.60	6.34
Оборачиваемость ДЗ, об-в	21.69	9.41	5.08
Оборачиваемость КЗ, об-в	8.46	5.07	5.33

Источник: данные компании, оценки ГК «РЕГИОН».

На облигационном рынке представлено значительное количество компаний-аналогов операторов продовольственных розничных сетей, включая как ритейлеров федерального, так и регионального уровней. По масштабам деятельности Матрица сопоставима с пермским Виватом, превосходит татарскую Бахетле и подмосковный Самохвал, но отстает от Холидей и Карусели. Нужно заметить, что рентабельность Матрицы одна из самых высоких в отрасли — 10,7% по EBITDA. Большие показатели наблюдаются только у Бахетле, оперирующей в сегменте «премиум».

Уровень долговой нагрузки Матрицы несколько выше, чем у рассматриваемых компаний. Сходные параметры долговой нагрузки наблюдаются у питерской Карусели (долг/EBITDA 5,9x). С другой стороны, в отчетности рассматриваемых аналогов в большинстве случаев не отражены облигационные займы, размещенные в текущем году. По нашим оценкам, по итогам 2007 г. Матрица снизит уровень долговой нагрузки до 4,6x (долг/EBITDA) за счет «выхода на проектную мощность» ряда новых магазинов, запущенных в начале-середине т.г. и роста рентабельности.

Компания	Объем, млрд руб.	Купон, %	УТМ/УТО, %	Дюрация, лет	Спрэд к G-кривой, б.п.
Матрица	1,2	12,00	12,44	1,40	673
Бахетле	1,0	11,25	11,57 (аукц.)	0,97	602
Виват	1,0	12,00	12,24	1,26	664
Карусель	3,0	9,75	8,27	1,19	264
Холидей	1,5	11,15	10,74	1,22	480
Самохвал	1,5	11,40	11,31	0,82	583
Кора	1,0	12,00	12,22	0,55	699
Монетка	1,0	10,70	10,40	0,41	529

В настоящий момент облигации Матрицы торгуются с доходностью к погашению на уровне 12,44%, спрэд к кривой ОФЗ составляет 673 б.п. Вместе с тем, облигации сопоставимой Бахетле были размещены под 11,57% к годовой оферте (спрэд 602 б.п.). При сходном кредитном качестве это позволяет говорить о потенциале снижения доходности облигаций Матрицы до 11,71% годовых, что соответствует цене 100,83%. Рекомендация — покупать.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОМПАНИЙ, 2006

Регион присутствия	Матрица	Бахетле	Виват	Карусель	Холидей+Сибиряда	Самохвал
	Башкортостан, Москва МСФО, млн RUR	Татарстан, Москва Упр., млн RUR	Пермь, Пермский край Упр., млн RUR	Санкт-Петербург МСФО, млн USD	Новосибирская область Упр., млн RUR	Московская область МСФО, млн RUR
	2006	2006	2006	2006	2006	1H 2006
Выручка	4629	2757*	4559	360,6	10121	3425
ЕБИТДА	497	352	365	29,3	600	175
маржа, %	10,7%	12,8%	8,0%	8,1%	5,9%	5,1%
ЧП	209	72	220	9,9	147	10
маржа, %	4,5%	2,6%	4,8%	2,7%	1,4%	0,3%
Долг/ЕБИТДА	5,7	4,6	2,0	7,9/5,9**	3,6	4,0
ЕБИТДА/%	3,1	2,7	5,1	3,3	2,2	2,0
Долг/СК	0,93	1,22	0,58	1,06	0,75	2,37
Козф. ликвидности	1,12	0,76	1,15	1,10	1,02	1,18

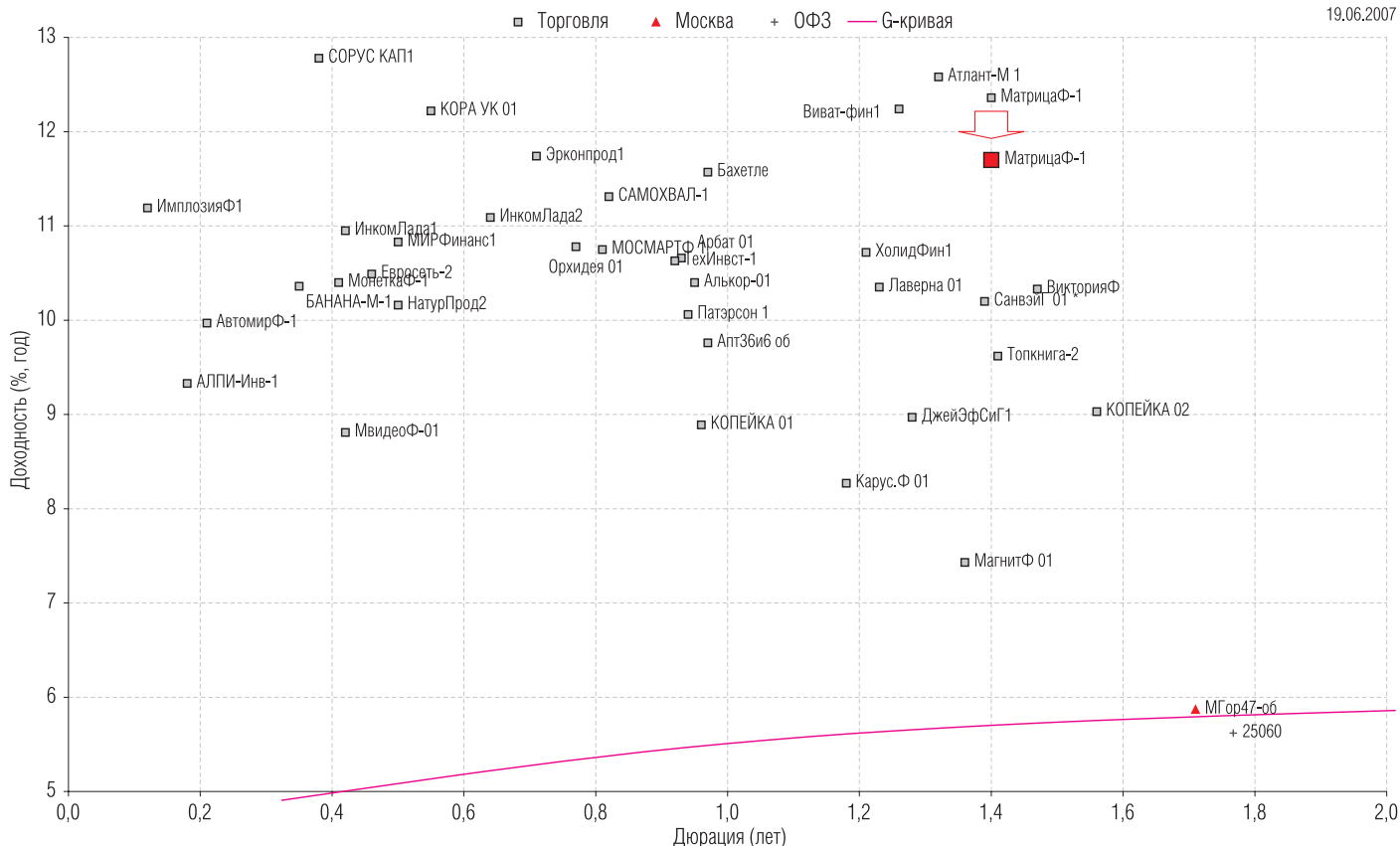
Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

* — без НДС.

** — за вычетом займов от связанных сторон.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ

19.06.2007



ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Антон Коновалов (доб. 507; e-mail: konovalov@region.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Синика Елена (доб. 549; e-mail: sinika@region.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),

(095) 264 4372 (прямой)

Летфуллин Рифат (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; e-mail: lenash@regnm.ru)

Крищенко Богдан (доб. 580; e-mail: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; e-mail: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; e-mail: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; e-mail: smalyshev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; e-mail: she_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 777 29 64 доб. 234

www.region.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.