



5 сентября 2007 г.
Долговые рынки

Торговые идеи

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Вся правда и неправда о Матрице

Компания Матрица сегодня провела встречу с участниками рынка, на которой поделилась впечатлениями от своих результатов в 1-м полугодии 2007 г. и планами относительно своего дальнейшего развития.

По результатам этой встречи мы решили опубликовать обзор, чтобы обобщить и дополнить имеющуюся у нас информацию на основании новых публичных сведений, полученных от Матрицы. Помимо этого мы хотели бы расставить все точки над «и» и развеять мифы о компании, которые сложились на рынке в период ее «информационной непрозрачности». Поэтому наши соображения мы приводим в виде правдивых и несоответствующих истине мифов, которые мы попытаемся опровергнуть.

Правда

- Большая часть инвестиций, привлекаемая в последнее время Матрицей, была направлена на развитие девелоперских проектов компании.

- В собственности Матрицы – 80 % торговых площадей стоимостью порядка \$ 150 млн (независимая оценка), правда, 75 % этой недвижимости находится в залоге. В дальнейшем компания планирует увеличить показатель до 100 %.

- Второй заем облигаций будет направлен на финансирование девелоперского направления бизнеса компании. К концу 2008 г. Матрица намерена завершить строительство 3 торговых центров в городе Уфа, а затем продать их, оставшись при этом в них якорным арендатором.

- Погашение первого займа Матрица планирует осуществить из средств, полученных от реализации торговых центров в Уфе.

- Компания и организатор займа считают доходность на уровне 12 % справедливой для первого выпуска компании. Очевидно, Матрица намерена размещать новый заем на том же уровне.

- Еще весной этого года, накануне оферты по первому выпуску, облигации Матрицы торговались с доходностью выше 20 %.

Миф

Факты, которые не нашли подтверждение или были опровергнуты компанией выделены нами курсивом.

- *Деятельность Матрицы охватывает исключительно оптовое и розничное направления.*

Как показалось нам на встрече, ключевыми дивизионами своего бизнеса (по крайней мере в ближайшее время) Матрица считает операции с недвижимостью и девелопмент.

- *Долговая нагрузка Матрицы неуправляемо растет, Долг/ЕБИТДА зашкаливает за 10X.*

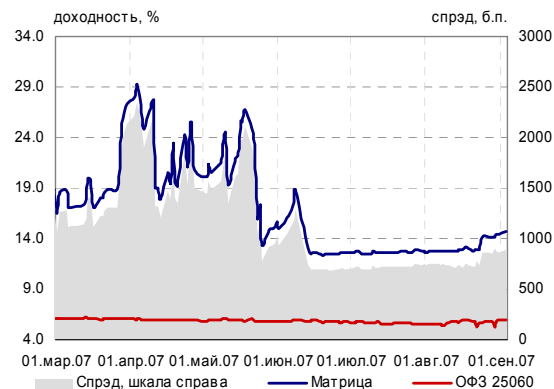
На самом деле, согласно нашим оценкам, показатель Долг/ЕБИТДА по итогам полугодия составил 6.2X, к концу 2007 г. Матрица ожидает снижения этой цифры до уровня около 6X.

- *Матрица продается крупной федеральной сети.*

По словам менеджмента, Матрица в последнее время не получала интересных предложений от конкурентов. Акционеры компании не планируют продавать розничный бизнес, поскольку имеют возможность привлекать кредиты на торговые подразделения по более низкой ставке процента, нежели строители.

- *Матрица имеет аудированную отчетность по МСФО.*

По признанию представителей компании, публикуемый отчет по МСФО пока представляет собой агрегированную управленческую отчетность, которая получена в результате простого суммирования и затем очищена от внутригруппового оборота.



Доходность и спрэд за 20 торгов. дней

	ср.знач.	ст.откл.	min	max
Матрица	13.35	0.67	12.73	14.38
ОФЗ 25060	5.68	0.20	5.26	5.93
Спрэд	785	65	710	907

*По состоянию на 03.09.07
Источники: REUTERS, Банк Москвы

Плюсы

- Денежные потоки от проданных торговых центров в г. Уфа обеспечат успешное погашение долга компании и существенно улучшат кредитный профиль Матрицы
- Матрица делает вполне заметные шаги в сторону повышения прозрачности
- Доходность первого выпуска составляет более 14% - с меньшей доходностью торгуется большинство бумаг строительного сектора

Минусы

- Долговая нагрузка Матрицы по-прежнему не радует
- Основной бизнес для компании – девелопмент
- Аудированной отчетности по МСФО пока нет и не было
- 75% недвижимости уже находится в залоге

Компания готовит аудированную отчетность (KPMG) за 2007 г., инвесторы смогут с ней ознакомиться весной-летом 2008г.

- Матрица уже нашла портфельных инвесторов.

До окончания аудита Матрица не намерена привлекать стратегических инвесторов. В то же время, насколько мы поняли, если Матрица и планирует сделки на рынке M&A, то они будут финансированы с помощью акционерного капитала.

- Матрица испытывает существенные проблемы с рефинансированием своего кредитного портфеля.

Компания имеет кредитные линии от банков МДМ и Уралсиб. Ставка по кредитам составляет около 12 %. Если верить утверждениям менеджмента, то данная ставка не соответствует доходности кредита, который выдается компании на грани кризиса ликвидности.

Финансовые показатели

Мы не станем вдаваться в подробный детальный анализ финансовых показателей компании за 1-е полугодие и остановимся на основных моментах опубликованной отчетности. На наш взгляд, за исключением роста долга в абсолютном отношении результаты 2007 г. действительно демонстрируют улучшение многих ключевых показателей.

- Выручка компании за год выросла на 57 %, при этом Матрица открыла всего 4 новых магазина. Таким образом, часть прироста продаж приходится на органический рост сети. При этом компании также удалось повысить валовую рентабельность и рентабельность по EBITDA.

- Снижение собственного капитала по сравнению с началом года обусловлено переоценкой добавочного капитала Матрицы в ходе процедуры аудита. Тот факт, что компания пожелала отразить переоценку активов и снижение собственного капитала в управленческом балансе, который в любом случае не равносителен аудированной отчетности по МСФО, на наш взгляд, говорит в пользу Матрицы.

- Даже по нашим расчетам, которые несколько отличаются от стандартов расчета показателей Матрицы, Долг/EBITDA в 1-м полугодии 2007 г. выглядит существенно лучше своего прошлогоднего значения.

Основные финансовые показатели Матрицы, млн. долл.

МСФО, неаудированные	2006	H1 2006	H1 2007	Изменение
Выручка	173.4	70.7	110.8	57%
Валовая прибыль	13.5	17.0	26.8	58%
EBITDA	16.7	4.5	8.5	89%
Активы	258.5	251.4	267.7	6%
Долг	107.7	104.7	131.9	26%
СК	115.4	112.2	106.9	-5%
Валовая рент-ть	7.8%	24.0%	24.2%	
Рент-ть по EBITDA	9.7%	6.3%	7.7%	
Долг/Выручка	62%	148%	119%	
Долг/EBITDA	6.4	9.4	6.2	
EBITDA/ %	3.0	2.0	2.9	
Долг/Активы	42%	42%	49%	
Долг/СК	0.9	0.9	1.2	
Долгоср. долг/ Долг	51%	51%	61%	

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

* показатель EBITDA за 1 полугодие 2006 и 2007гг. скорректирован в соответствие с распределением выручки компании, на первое полугодие приходится 40% годовой выручки

Позиционирование выпуска

Мы не склонны считать, что покупка облигаций Матрицы – это покупка облигаций distressed debt – скорее, вместо инвестиций в розничный сегмент инвестор вкладывает в строительство торгового объекта в Уфе, что, на наш взгляд, не критично, однако требует других уровней доходности, нежели доходность торговых сетей.

Инвестируя в розничную сеть, мы анализируем возможности розничной торговли в РФ, перспективы развития этого бизнеса и т. д. Гораздо сложнее оценить, насколько

успешным станет девелоперский проект Матрицы, который к тому же расположен в городе Уфа. Поскольку мы не являемся экспертами в этой области, у нас меньше шансов адекватно оценить ситуацию на рынке коммерческой и торговой недвижимости в республике Башкортостан.

Поэтому мы рекомендуем инвесторам оценивать Матрицу как эмитента, диверсифицирующего свой бизнес по 3 направлениям:

- розничная торговля в рамках сети супермаркетов и гипермаркетов;
- оптовая торговля продуктами питания и алкогольной продукцией;
- девелопмент.

Таким образом, доходность облигаций Матрицы должна быть выше, чем у среднестатистического ритейлера из третьего эшелона. В то же время, преимуществом компании перед девелоперами является наличие развитой розничной сети, которая способствует большей устойчивости Матрицы, обеспечивая ей возможность привлечения более дешевого финансирования под активы сети.

На наш взгляд, у облигаций Матрицы есть надежда закрепиться на уровне доходности в размере 12.5-13.0%. Однако основными проблемами компании, которые ограничивают апсайд ее облигаций, является не высокая долговая нагрузка или риски девелопера, которые предстоит разделить с эмитентом инвесторам, рискнувшим купить облигации Матрицы.

Главная проблема Матрицы – низкая финансовая и информационная прозрачность. Лишь накануне оферты по первому выпуску и размещению второго займа компания стала всерьез работать над своим уже сформировавшимся имиджем эмитента distressed debt и пытаться его изменить. Мы позитивно оцениваем шаги компании в этом направлении, однако вынуждены признать, что у инвесторов пока нет оснований всецело доверять компании: слишком часто на рынке эмитенты «забывают» про свои выпуски облигаций, что приводит к расширению спредов bid/ask и появлению негативных слухов о компании (порой безосновательных).

Большое давление на первый выпуск также окажет размещение второго займа компании, которое планируется провести до конца текущего года. Другим фактором, играющим не в пользу покупки облигаций Матрицы, являются всеобщие ожидания дефолтов эмитентов третьего эшелона и связанные с ними опасения, что спреды третьего эшелона могут существенно расширяться.

В общем и целом, мы находим привлекательной покупку облигаций Матрицы с доходностью выше 14% и считаем возможным снижение доходности до уровня 12%. Тем не менее мы по-прежнему не уверены в информационной и рыночной поддержке выпусков со стороны эмитента после размещения второго займа, поэтому рекомендуем выпуск к покупке только для инвесторов готовых держать выпуск до оферты или погашения, поскольку реализовать большой объем бумаги на вторичном рынке может оказаться довольно проблематичным.

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

Zalenskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.