



Марта Холдинг – что нового?!

- Получена отчетность за 9M2006
- Снижение Долг/ЕБИТДА до 5,6
- Куплено 3 новых продуктовых сети
- Заработали 7 новых магазинов Grossmart
- Появление бренда Pur Pur
- Сотрудничество с REWE и Metro продолжается
- Ждем аудита за 2005 год

МАРТА-3 '11	
Сектор	Торговля, девелопмент
Bloomberg	MARTAF
Дата размещ.	3 августа 2006
Эмитент	Марта-Финанс
Объем	2 млрд руб.
Купон	полугодовой
Оферта	1,5 года, 100%
Погашение	5 лет
Организаторы	Уралсиб, Банк Москвы
Доходность	16,5%

С момента размещения облигаций Марта-3 прошло более 4 месяцев, и за этот период выпуск опустился на вторичном рынке заметно ниже номинала.

Этому, безусловно, способствовала рыночная конъюнктура, а именно, избыточное предложение новых бумаг в 3 эшелоне, но помимо этого выпуски эмитента пострадали из-за смешанного новостного фона, в котором зачастую выделялись негативные ноты.

Цель этой публикации – пояснить инвесторам, как развивалась компания за последние полгода, отделив слухи от реального положения вещей.

Слух 1. «Марта приобрела сеть спортивных магазинов».

На эту газетную публикацию компания четко отреагировала немедленным заявлением, что она не является правдой. Сети спортивных магазинов Мартой не приобретались.

Слух 2. «Холдинг отказался от соглашений с Metro для развития гипермаркетов Selgros совместно с REWE».

Все соглашения, которые ранее были достигнуты холдингом с Metro, остаются в силе. Таким образом, Марта продолжает сотрудничество с Metro по открытию гипермаркетов Real. Первый магазин в рамках этого проекта уже открыт в городе Тольятти.

Что касается Selgros, то этот проект cash&carry является совместным предприятием групп REWE и ОТТО, который на российском рынке будет иметь совершенно отдельную стратегию. В рамках него Марта с большой вероятностью будет выступать только как консультант по вопросам подбора недвижимости.

Слух 3. «С IPO PTM какие-то проблемы, Марта ищет инвестора для продажи доли своего ритейла».

По условиям соглашения с организаторами IPO ОАО PTM Марта не может комментировать ход подготовки к первичному размещению акций своего девелоперского подразделения, однако нам представляется, что работа в этом направлении идет, как и планировалось ранее.

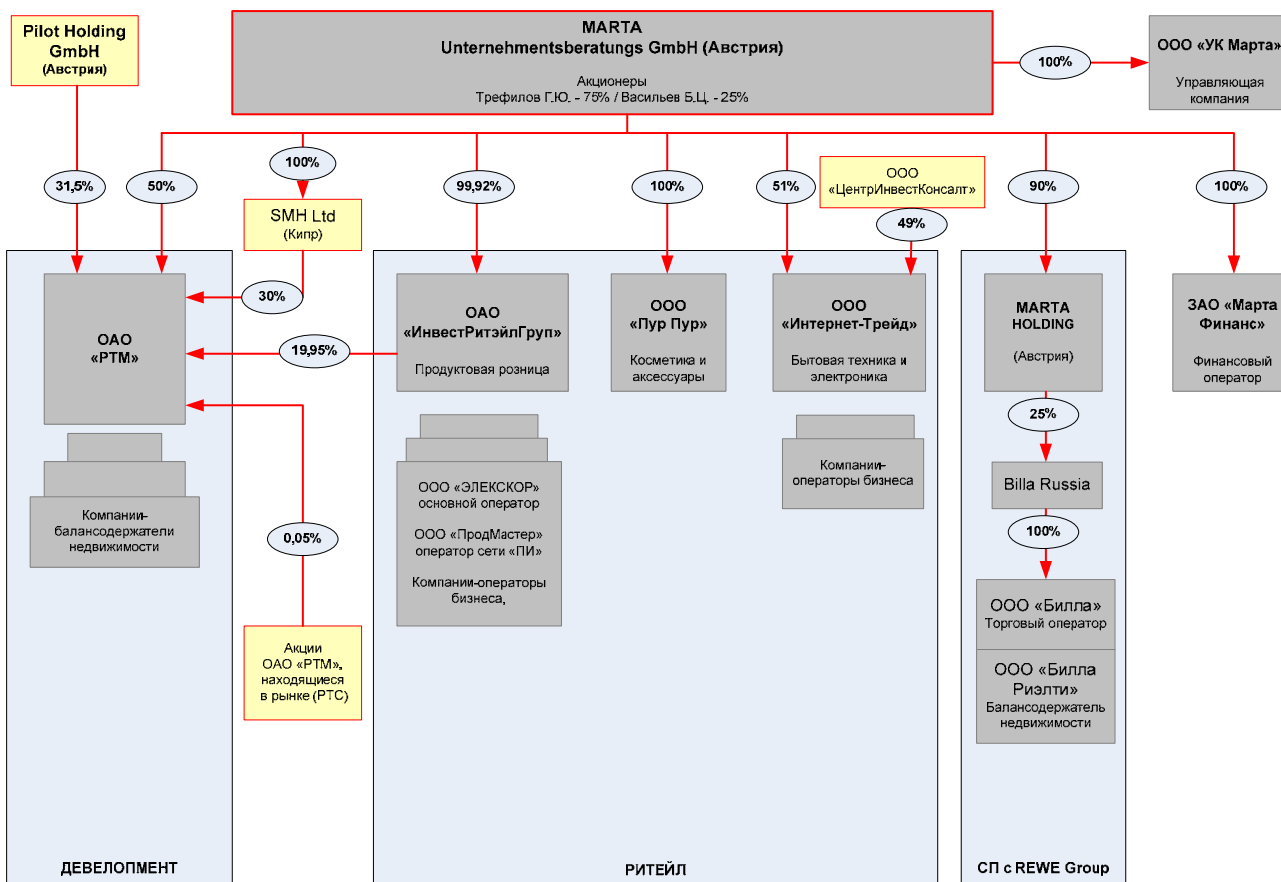
Что касается торгового подразделения Марты, то холдинг делает пока только первые шаги в направлении повышения его инвестиционной привлекательности. Так, недавно было образовано новое юридическое лицо ОАО «ИнвестРитейлГруп», которое к концу первого квартала 2007 года станет владельцем всех активов холдинга, относящихся к продуктовому ритейлу.

Владельцем 99,92% ИнвестРитейлГруп является головная компания холдинга MARTA Unternehmensberatungs GmbH (MUG). Остальные акции нового ОАО распределены между владельцами MUG – Трефиловым и Васильевым.

Целевая структура холдинга после реорганизации изображена на представленном ниже рисунке.



Структура холдинга Марта, ожидающаяся к концу первого квартала 2007 года



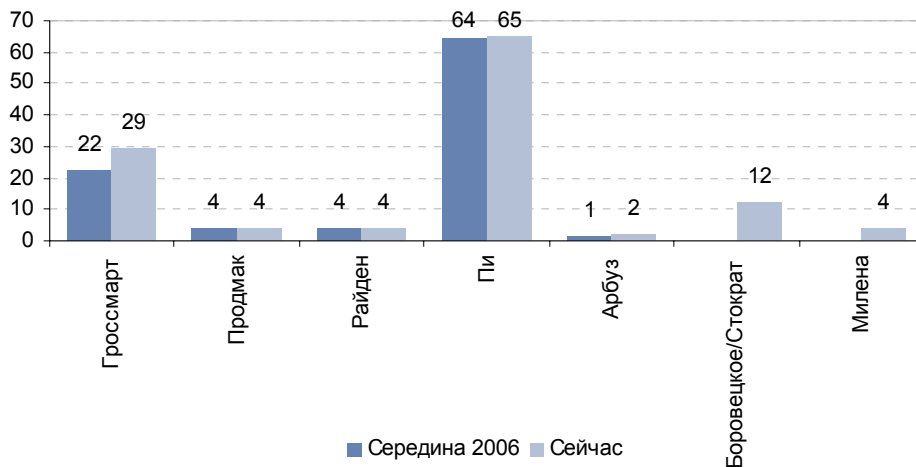
Источник: Компания

Мы считаем, что в условиях, когда финансовый рычаг, используемый Марта Холдинг, является достаточно большим, идея о привлечении equity финансирования в ритейловый бизнес является абсолютно оправданной.

Развитие собственного продуктового ритейла до конца 2006 года

Собственная сеть продуктового ритейла Марты Холдинг продолжала во второй половине 2006 года свое развитие.

Разбивка числа работающих магазинов по брендам



Источник: Компания

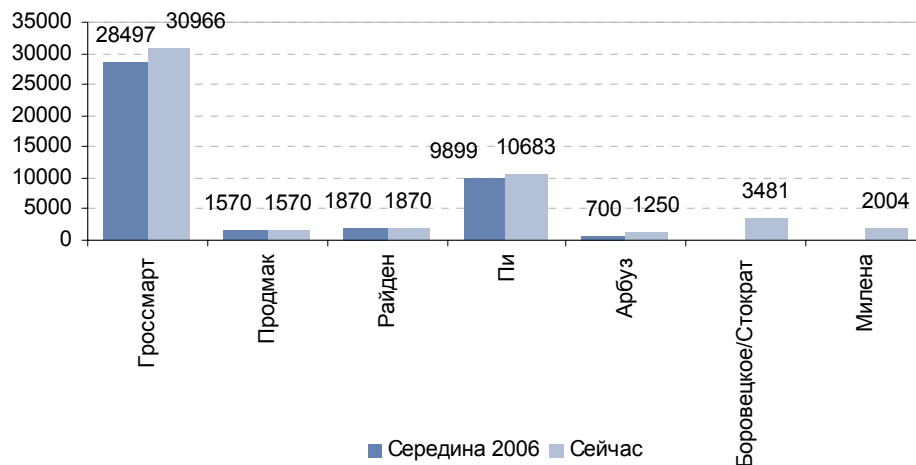
Как видно из графика, развитие продуктовой сети шло, в основном, за счет открытия новых магазинов Гроссмарт, а также за счет приобретения новых региональных сетей, таких как:



- Боровецкое, г. Набережные Челны, 9 магазинов в собственности;
- Стократ, г. Набережные Челны, 3 магазина в аренде;
- Милена, г. Балаково Саратовской области, 4 магазина в аренде.

Общее число магазинов продуктовой сети должно достигнуть к концу года 135 штук.

Разбивка торговой площади магазинов по брендам, кв. м.



Источник: Компания

Таким образом, площади продуктового ритейла увеличились с июля 2007 года на 21,8%, составив 51,8 тыс кв. м.

Возникновение сети Pig Pig – косметика и аксессуары

В течение 2005-2006 годов холдингом Марта было открыто 26 магазинов косметики и аксессуаров под брендом Colours&Beauty на условиях субфраншизы.

Во второй половине 2006 года, проанализировав накопленный опыт, специалисты Марта пришли к выводу, что формат Colours&Beauty не в полной мере соответствует потребностям российской аудитории.

Было принято решение продолжать продвижение этой операционной линии с собственным брендом Pig Pig. До конца года количество магазинов этой сети планируется довести до 30.

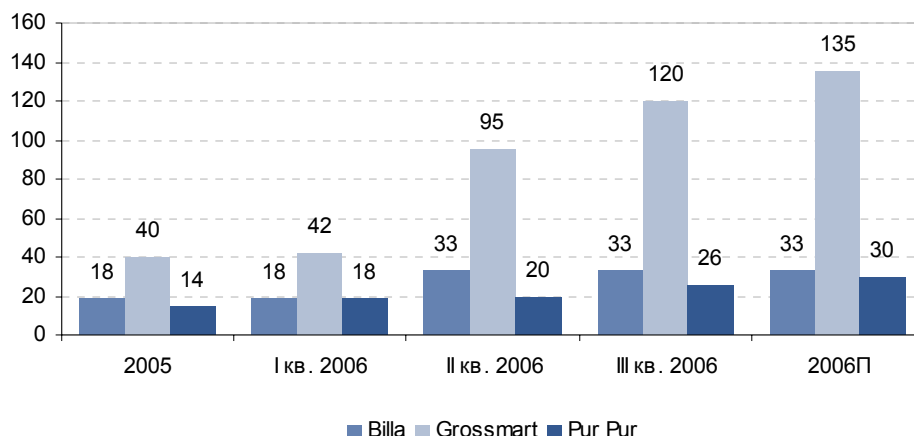
По сообщению компании, бренд Pig Pig был разработан специально для холдинга крупнейшим международным рекламным агентством BBDO.

Суммируем данные по сетевой рознице

Таким образом, если касаться сетевой розничной торговли, Марта холдинг развивает сейчас три основных направления: продуктовый ритейл (Grossmart), сеть косметики и аксессуаров Pig Pig и магазины Billa в совместном предприятии с REWE.



Динамика открытия магазинов холдингом Марта



Источник: Компания

Напомним также, что в течение 2006 года Марта передала в сеть Billa 15 магазинов Grossmart по рыночной цене. Эта передача была оплачена деньгами и вошла в результирующее значение EBITDA ритейлового подразделения Марты в III квартале 2006 года.

Стоимость активов

Данные международного оценщика Colliers International свидетельствуют, что рыночная стоимость объектов недвижимости, находящихся на балансе компаний холдинга, составляет приблизительно 500 млн долл.

В существенной части эта недвижимость контролируется ОАО РТМ.

Напомним, что головная компания холдинга MUG выставила оферту на выкуп облигационного выпуска Марта-3, поэтому активы РТМ имеют непосредственное отношение к кредитному покрытию этого выпуска.

Финансовые результаты 9М2006 года

Компания предоставила управленческую консолидированную финансовую отчетность за 9М2006, составленную по стандартам МСФО.

Ключевая финансовая информация розничного блока Марта-Холдинг

Данные, млн долл.	2004	2005	9М2006	Соотношения	2004	2005	9М2006
Продажи	129.7	192.9	258.1	Валовая маржа	27.2%	23.0%	20.4%
Вал. прибыль	35.3	44.4	52.6	Маржа EBITDA	18.7%	14.8%	12.2%
EBITDA	24.3	28.6	31.5	Маржа EBIT	15.9%	11.6%	10.3%
EBIT	20.7	22.4	26.6	Чистая маржа	6.9%	5.0%	6.1%
Чист. прибыль	8.9	9.7	15.6	Долг/EBITDA	3.83	6.58	5.64
Активы	190.0	330.6	387.6	ЧистДолг/EBITDA	3.62	6.13	5.45
Кратк. долг	30.5	50.2	22.7	EBIT/Проценты	1.4	1.8	2.4
Долг. долг	62.5	138.0	214.3	Долг. долг/Капитал	0.50	0.57	0.64
Собст. капитал	62.7	104.9	120.7	Долг/Активы	0.49	0.57	0.61
				% кратк. долга	32.8%	26.7%	9.6%

Источник: Компания

Напомним, что отчет ритейлового подразделения холдинга за 2004 год аудирован KPMG. Отчет за 2005 год в настоящий год находится на подписи у аудитора.



Как видно из таблицы, чистые продажи розничного дивизиона холдинга за 9 месяцев 2006 года составили 258,1 млн долл., что на 133% больше, чем за аналогичный период 2005 года.

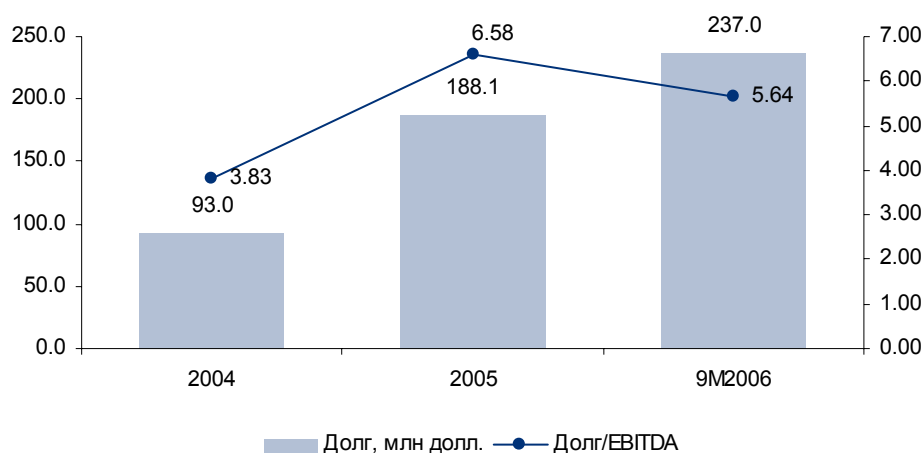
Рентабельность продолжала стагнировать (маржа EBITDA составила 12,2% против 14,8% в 2005 году), однако это было вполне ожидаемым явлением, поскольку рентабельность Марты всегда была выше среднего уровня по российским ритейлерам за счет продажи недвижимости.

Передача в СП 15 магазинов Grossmart была последней сделкой по переводу недвижимости с ритейлового подразделения в СП с REWE, поскольку после этого центром консолидации недвижимости группы стала компания PTM. Передача магазинов в СП внесла в EBITDA 9M2006 порядка 12 млн долл. (всего EBITDA составила 31,5 млн долл.).

Соответственно, эта же операция стала причиной роста чистой маржи Grossmart'a до 6,1% против 5% в 2005 году.

Долговая нагрузка выросла в абсолюте, но снизилась относительно P&L'я

Основные долговые показатели



Источник: Компания

В последнее время Марта наращивала долг, в основном, за счет облигационных займов, что позволило существенно увеличить дюрацию обязательств: если в 2005 году процент краткосрочного долга составлял 26,7%, то к октябрю 2006 года он снизился до 9,6%, при этом общая сумма долга составила 237 млн долл., увеличив соотношение Долг/Активы с 57 до 61%.

(!) Мы особенно хотели бы отметить, что в силу принципов консолидации на балансе Марты находится долг компании ReMa Immobilien, являющейся частью СП REWE Group и Марта-Холдинг. На отчетную дату этот долг составлял 55,9 млн долл., т.е. почти четверть общей долговой нагрузки. Этот долг обслуживается совместным предприятием, а не холдингом Марта. Основную часть долга ReMa Immobilien составляет кредит текущим объемом 38,7 млн долл., полученный в Raiffeisen Bank (Австрия) на срок до конца 2016 года под ставку LIBOR+1,1%.

Как видно из графика, соотношение Долг/EBITDA достигло максимума в 2005 году (6,58), однако за 9M2006 года этот коэффициент снизился до 5,64.

Ближайшей тяжелой точкой по ликвидности для Марты является оферта по выпуску Марта-2, которая назначена на 7 июня 2007 года и потенциально потребует 1 млрд руб. свободных средств.

Тем временем, своевременное обслуживание существующего долга продолжается – 22 ноября и 7 декабря компания выплатила купонный доход по облигациям Марта-1 и 2 в сумме 110,7 млн руб.

В настоящий момент облигационные займы составляют 58,9% суммарного долга компании.

Вывод

Высокая степень диверсификации деятельности холдинга Марта остается основной проблемой компании: одновременное управление многими проектами и необходимость их адекватного финансирования создает сложности в финансовой политике и приводит к тактическим ошибкам.

С другой стороны, стратегическая линия компании – развитие ритейлового бизнеса, подкрепленное собственным девелоперским дивизионом – остается вполне обоснованной.



Снижение соотношения Долг/ЕБИТДА за 9М2006 до 5,64% говорит о том, что долговая ситуация остается в компании под контролем, при этом следующее крупное событие в этой области (оферта по выпуску Марта-2) предстоит только в июне 2007 года.

Таким образом, мы заключаем, что **за время, прошедшее с момента размещения выпуска Марта-3, кредитоспособность холдинга, по крайней мере, не ухудшилась.**

Дмитрий Дудкин, CFA, DudkinDI@uralsib.ru



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
 Dmitry Kuznetsov, sales-manager, KuznetsovDE@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
 Kiti Pantskhava, analyst, PantskhavaKS@uralsib.ru
 Nadezhda Myrsikova, junior analyst, myr_nv@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

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru

Strategy

Natalia Maiorova, mai_ng@uralsib.ru

Oil & Gas

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

Metals & Machinery

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

Banking

Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

Telecommunications

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

Consumer Goods / Retail, Transportation

Andrei Nikitin, Nikitin_AI@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

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 2006