

Ведущая российская медиакомпания

- РБК владеет единственным в России каналом бизнес-телевидения и, занимая 47% рынка интернет-рекламы в стране, является ведущим оператором в рыночной нише деловой информации.
- РБК также является поставщиком делового программного обеспечения, хотя на рынке информационных технологий компания занимает менее 1%.
- В 2001-05 гг. выручка компании росла в среднем на 52% в год, благодаря (1) опережающему росту основных рынков компании по сравнению с ВВП (ожидаемый ежегодный рост до 2010г. превысит 10%) и (2) успешному запуску РБК ТВ в 2003г.
- Значительный приток денежных средств при относительно низких потребностях в капитальных вложениях создают благоприятные условия для осуществления приобретений и новых проектов, которые, по нашему мнению, станут основным фактором дальнейшего роста выручки.

Стратегия сосредоточена на медиа направлении

- Мы ожидаем, что к 2007 г. РБК более чем удвоит свою выручку от рекламы, главным образом за счет приобретений и новых проектов в таких сегментах СМИ как Интернет, издательский бизнес и телевидение.
- Мы полагаем, что РБК может продать свое ИТ подразделение и полностью сосредоточиться на СМИ в среднесрочной перспективе.

Основные риски связаны с приростом выручки

- Компания может не осуществить запланированные приобретения и запуск новых проектов; также они могут оказаться убыточными в течение нескольких лет.
- Рост конкуренции в секторе деловых СМИ и освоение РБК новых рыночных ниш могут привести к снижению рентабельности и замедлению роста выручки.

Анализ чувствительности свидетельствует об устойчивой платежеспособности.

- Анализ чувствительности показывает, что РБК сможет без особых трудностей обслуживать свой долг даже в маловероятном случае (1) продажи своего подразделения информационных технологий в 2006 г., (2) потери 25% своей доли телевизионного и 34% интернет-рынка и (3) убытков в размере до \$84 млн. от новых проектов в перспективе до 2010г.

Основные финансовые показатели, \$ млн.

	2002	2003	2004	2005О
Выручка	29.2	48.5	79.7	104.8
Валовая прибыль	15.9	16.3	26.4	43.7
EBITDA	13.8	7.9	19.8	34.8
Чистая прибыль	9.2	3.7	10.4	17.7
Финансовый долг	4.2	5.6	13.1	16.4
Капитал	31.7	39.1	80.1	97.7
Опер. ден. поток	6.0	5.9	(3.8)	29.8
Своб. ден. поток	(1.3)	(13.0)	(29.1)	20.8

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Кoeffициенты

	2002	2003	2004	2005О
Валовая рентабельность	54%	34%	33%	42%
Рентабельность EBITDA	47%	16%	25%	33%
Чистая рентабельность	32%	8%	13%	17%
Долг/EBITDA	0.30	0.71	0.66	0.47
EBITDA/проц. расходы	57.74	4.88	7.12	18.16
Фин. долг/капитал	0.13	0.14	0.16	0.17

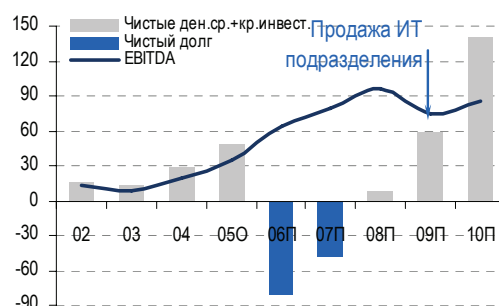
Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Прогнозируемые коэффициенты

	'06П	'07П	'08П	'09П
Долг/EBITDA	1.8	1.2	0.9	0.0
EBITDA/проц. расходы	11.73	10.11	13.67	26.73
Фин. долг/капитал	0.9	0.7	0.5	0.0

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Баз. сценарий: Чистый долг, чистые ден.ср-ва, \$ млн.



Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Аналитики

Виктор Моисеев	+7 (495) 795-2521
Victor.Moiseev@mdmbank.com	Доб. 2449
Елена Морозова	Доб. 2444
Денис Воднев	Доб. 2407

SWOT-анализ

Сильные стороны

- **РБК – лидер на доходном рынке деловой информации.** Деятельность компании в основном сосредоточена в рыночной нише деловой информации. Целевая аудитория РБК обладает уровнем образования и доходов выше среднего, и является привлекательным сегментом для большого числа рекламодателей, способствуя устойчивому притоку денежных средств.
- **Имея 47% рынка Интернет-рекламы, компания устанавливает более высокие цены.** Компания первой пришла на рынок Интернет-рекламы для «деловой» аудитории, являющейся частью наиболее активных пользователей Интернета, что позволяет ей устанавливать более высокие расценки за размещение рекламы на своих ресурсах
- **РБК ТВ – единственный Российский канал делового телевидения.** В конце 2003 г. начал работу телеканал РБК – первый русскоязычный телеканал о бизнесе в России. Канал быстро стал популярным среди делового сообщества. В настоящее время его аудитория составляет 41 млн. человек в России и 15 млн. человек за границей (Украина, Белоруссия, Казахстан, страны Прибалтики). Лояльность аудитории РБК ТВ (измеряемая как среднее время просмотра телеканала на одного зрителя в неделю) составляет в 282 минуты; более высокое значение данного показателя только у Первого канала (ОРТ), зрители которого смотрят его в среднем 388 минут в неделю¹. Телеканал РБК способствовал значительному росту выручки компании, обеспечив почти четверть продаж в 2005 г.
- **Устойчивые позиции в секторе информационных технологий.** Подразделение информационных технологий РБК демонстрирует рост в среднем на 80% с 2000 г., хотя на данный момент компании принадлежит все еще менее 1% этого очень фрагментированного рынка. Таким образом у компании хорошие возможности для дальнейшего роста. Недавнее приобретение двух ИТ-компаний должно обеспечить синергетический эффект. Подразделение информационных технологий РБК в течение последних четырех лет входит в число 500 наиболее быстро растущих компаний в данной области, согласно рейтингу Deloitte Technology Fast 500; так, в 2005 г. оно заняло 139 место в своем регионе (Европа, Ближний Восток и Африка).
- **Сильная управленческая команда.** Руководство компании продемонстрировало эффективность в использовании ресурсов и активно прибегает к рыночному финансированию новых проектов и приобретений для увеличения выручки, которая возросла в пять раз, с 19,5 млн. долл. в 2001 г. до 105 млн. долл. (по оценкам) в 2005 г. Учредители активно участвуют в управлении компанией, в совете принимает участие ряд независимых директоров (трое из которых – иностранцы).
- **Значительный поток денежных средств и синергия.** Компания доставляет информацию для своей целевой аудитории посредством ряда информационных каналов, включая Интернет, телевидение и журналы. Это позволяет распределять постоянные затраты по трем направлениям бизнеса и обеспечивает экономию на масштабах, что способствует росту рентабельности и потока денежных средств. Когда медиа-компания увеличивает свою аудиторию или запускает новый канал информации, предельные издержки снижаются. Например, запуск нового телеканала РБК позволил значительно увеличить выручку компании, и в итоге рентабельность EBITDA повысилась с 16% до 33%, обеспечив свободный поток денежных средств в размере \$21 млн.

Слабые стороны

- **Узкая рыночная ниша -- ограничение для роста.** Несмотря на ведущие рыночные позиции, выручка компании оставалась в 2005 г., по оценкам, довольно скромной (105 млн. долл.) по сравнению с ведущими российскими

¹ По данным РБК

телеканалами, такими, как Первый канал (435 млн. долл.²) и НТВ (300 млн. долл.), а также в сравнении с лидерами рынка информационных технологий, такими, как «Открытые технологии» (223 млн. долл.). С другой стороны, являясь относительно узким, рынок деловой информации менее привлекателен для новых крупных медийных компаний, что ограничивает потенциальную конкуренцию.

Недостаточные лоббистские возможности замедляют рост выручки. Государство является основным клиентом на рынке системной интеграции и информационных систем, и тендеры, на которых распределяются государственные заказы, не всегда полностью прозрачны. РБК, по имеющейся информации, не обладает значительными лоббистскими возможностями, которые позволяли бы продвигать продажу информационных продуктов государственным заказчикам.

Зависимость от услуг по распространению сигнала является фактором риска. Степень проникновения на рынок зависит от способности компании получить доступ к крупным сетям проводной связи и спутниковым частотам, которые распределяются узким кругом компаний и организаций. Компании пока не удалось согласовать условия доступа с Мостелекомом (который контролирует 75% региональной кабельной сети) в Москве и Московской области, — на рынке, где сосредоточено свыше половины всех потенциальных клиентов РБК, что существенно ограничивает перспективы роста. По данным РБК, в соответствии с договорами на распространение телевизионного сигнала с существующими провайдерами, повышение цен данный вид услуг ограничено 10% в год.

Цена за рекламу на телеканале РБК значительно ниже цен крупнейших российских телевизионных каналов. Цена рекламы на крупнейших российских телеканалах в 5-8 раз больше, чем у РБК. Это объясняется более низким уровнем рыночного проникновения и телевизионных рейтингов РБК. (Однако при этом стоимость рекламы в расчете на одного телезрителя на телеканале РБК в несколько раз выше, чем на общероссийских каналах, что объясняется более высокими доходами основной аудитории РБК.) Мы ожидаем, что в будущем цены РБК продолжат оставаться ниже, чем у основных телеканалов в силу целенаправленности вещания, ограничивающего рост телевизионного рейтинга.

Закрытость информации влияет на точность прогнозирования финансовых результатов. Конкретные детали стратегически важных сделок (приобретения и новые проекты) конфиденциальны и не полностью раскрываются. Мы ожидаем, что эти проекты внесут существенный вклад в дальнейший прирост выручки, однако возможность точного финансового прогноза ограничена.

Возможности

Ожидается, что рынок рекламы в СМИ будет расти опережающими темпами по сравнению с ВВП. Анализ отрасли говорит о том, что рост рынка замедлится, но в течение прогнозного периода будет превышать 10% в год.

Рыночный потенциал компании реализован не полностью. Степень проникновения Интернета среди основной аудитории РБК довольно высока, так что рост по этому направлению будет в основном достигаться за счет повышения цен. Однако телеканал РБК доступен только 15% целевой аудитории в Москве и Московской области, что говорит о существенном потенциале роста выручки. РБК также планирует расширять вещание в российских регионах и странах СНГ.

Своевременный пересмотр стратегии. Ожидая замедления роста степени проникновения среди целевой аудитории, РБК переориентирует свою стратегию с развития новых информационных каналов на расширение целевой аудитории за пределы делового сообщества. Тем не менее деловая информация останется основной сферой деятельности компании в течение некоторого времени.

Рост рекламного рынка регионов открывает новые возможности для РБК. С приближением московского и Санкт-Петербургского рынков к насыщению, региональные рекламные рынки предоставляют больше

² По данным www.deloman.msk.ru

возможностей для роста. Однако мы считаем, что эта перспектива остается весьма отдаленной. Хотя РБК в настоящее время не планирует активной региональной экспансии, она имеет хорошие возможности для ее проведения.

Новый закон о рекламе на телевидении позволит увеличить выручку и прибыль компании. В соответствии с новым законом в 2006 г. рекламное время будет ограничено 20%, или 12 минут в час. С 2008 г. предел будет еще более строгим: не более 15%, или 9 минут в час. В настоящее время лимит составляет приблизительно 25% в час, или 20% в день в среднем. В итоге, мы ожидаем:

- увеличения расценок на рекламу на телевидении в этом году,
- роста интереса рекламодателей к не самым крупным и/или нишевым каналам телевидения, и
- перераспределения рекламных бюджетов в пользу СМИ с более низкими расценками и широким охватом аудитории – например, таким, как популярные интернет-сайты.

Мы ожидаем, что степень использования РБК отведенного рекламного времени увеличится с 23% до 50-60%, после 2008 г.

Угрозы

Усиливающаяся конкуренция может негативно сказаться на росте выручки и рентабельности компании.

Не смотря на относительно низкие барьеры входа на рынок, мы считаем, что относительная узость деловой ниши РБК защищает компанию от конкуренции со стороны других крупных российских игроков. Тем не менее, мы считаем, что вероятность усиления конкуренции со стороны международных компаний, предоставляющих деловую информацию, велика. Иностранному конкуренту может привлечь растущую российскую англоговорящую бизнес аудиторию. В случае, если один из международных игроков начнет вещание на русском языке, это, несомненно, составит серьезную конкуренцию РБК по географическому охвату и качеству контента. Это также может привести к утечке кадров, а учитывая то, что информационный бизнес держится на людских ресурсах, массовый отток кадров может иметь серьезные последствия для бизнеса РБК.

Риск не реализации стратегии. Планируемые приобретения могут быть не осуществлены, новые проекты могут не принести ожидаемых результатов.

Подразделение ИТ может быть продано преждевременно. Учитывая то, что в настоящий момент на долю направления информационных технологий приходится 29% общей выручки и 25% EBITDA, продажа этого бизнеса до того как СМИ направление станет генерировать поток денежных средств достаточный для обслуживания долга, может представлять риск.

Возможность более высоких цен на услуги со стороны новых дистрибьюторов ТВ сигнала. За последние два года РБК значительно расширила зону вещания своего телевизионного канала, заключив соглашения с наиболее доступными национальными и региональными компаниями, предоставляющими услуги трансляции. Мы ожидаем, что компания будет получать доступ к новым каналам распространения сигнала за более высокую цену.

Недавний выход на рынок деловых журналов, характеризующийся высокой конкуренцией. Новый деловой журнал компании конкурирует с признанными игроками рынка – журналом «Эксперт» и издательским домом «Коммерсант». Журнал РБК продал более 2/3 рекламных полос и 75 000 экземпляров первого номера журнала, однако мы считаем, что компании придется продолжить значительную рекламную поддержку своего бизнес журнала еще некоторое время.

Риск управления. Руководство компании продемонстрировало свою способность управлять новыми проектами и привлекать средства для финансирования. Тем не менее, владельцы компании на настоящий момент активно вовлечены в оперативное управление и, возможно, не захотят ослабить контроль над текущей деятельностью компании, что по мере роста бизнеса может послужить препятствием для дальнейшего развития компании.

Потенциальные обязательства могут повлечь отток денежных средств.

- Российское налоговое законодательство характеризуется произвольным толкованием законодательных норм налоговыми органами и частыми изменениями в законодательной и нормативной базе. Понимание

налогового законодательства руководством компании может быть оспорено соответствующими региональными или федеральными органами. Мы рассматриваем этот риск как характерный для российского бизнеса в целом и как часть странового риска. РБК выиграла целый ряд исков по вопросам налогообложения и всегда соблюдает требования по выплате налогов.

- Газета «Ведомости» - ведущая российская ежедневная деловая газета – подала в суд на РБК, обвиняя компанию в плагиате. РБК уверена, что выиграет дело или, в худшем случае, будет вынуждена заплатить не более 10 млн. руб. (360 000 долл.). В нашем анализе чувствительности мы высказываем консервативное предположение относительно того, что компания проиграет дело и будет вынуждена выплатить всю сумму в 2006г.

Краткий обзор РБК

Компания РБК является лидером российского рынка деловой информации. Компания была создана в 1993 г. как агентство деловой информации и в 1995 г. и первой создала информационный ресурс в Рунете – русскоязычной части Интернета. С тех пор выручка компании значительно возросла, во многом благодаря приобретениям и запуску собственного телевизионного бизнес канала. На настоящий момент РБК, занимает на рынке нишу русскоязычной деловой информации. Подробное описание текущих операций РБК представлено в таблице.

Операции РБК					
Подразделение	Сегмент	Год запуска/приобретения	Описание	Доля выручки на декабрь 2005 г., %	Темпы годового роста с момента запуска/приобретения
СМИ	Интернет	1995-2003*	Деловые (rbc.ru, quote.ru, ит.д.) и неделовые сайты; на долю РБК приходится 47% российского рынка Интернет-рекламы.	30%	>40%
	TV	2003	Единственный телевизионный деловой канал России, осуществляющий вещание на русском языке. На долю РБК ТВ приходится 1% всего телевизионного рекламного рынка, однако ожидается увеличение доли по мере укрепления позиции компании.	23%	> 100%
	Издательский бизнес	январь 2005 март 2006	Сnews – журнал, телеком и высокие технологии РБК – деловой журнал	<1%	--
	Другое		Маркетинговые коммуникации – PR - кампании, «Бренд года» Исследовательская и деловая информация (подписка на информацию)	14% 4%	--
ИТ		2000-2005**	ПО, корпоративные и Интернет –решения для компаний и и госучреждений	29%	80%
Всего	-		н.д.	100%	52% с 2001

Источник: данные компании

Примечание:

* В 2003 г. РБК начала приобретать неделовые ресурсы, на долю которых сейчас приходится 12% выручки от Интернет-рекламы.

**В начале 2006 г. компания приобрела ИТ компании "Гелиос Компьютер" и "АСКО-ТБС Консалтинг" за 8 млн. долл.

Ожидается, что -выручка от ИТ направления возрастет в 2006 г. на \$42 млн., то есть более чем в два раза.

Основным фактором роста выручки РБК является реклама в СМИ, на долю которой приходится 54% от всей выручки компании. На долю ИТ сектора также приходится большая часть выручки – 29%. На долю первоначального направления деятельности РБК – деловой информации и исследований – теперь приходится менее 5% выручки. Рост доли выручки от маркетинговых коммуникаций в дальнейшем не ожидается (на настоящий момент доля составляет 14%).

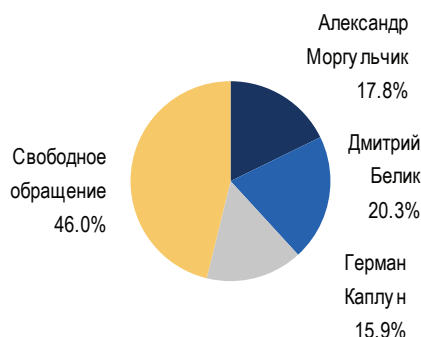
Рентабельность. Деятельность компании характеризуется высоким операционным рычагом: большинство издержек компании являются постоянными. Прирост выручки по отношению к затратам практически напрямую отражается в валовой прибыли. Поэтому в условиях растущего рынка показатели рентабельности РБК высоки. Однако при снижении выручки компания рискует потерять в валовой рентабельности больше, чем компании с большей долей переменных затрат в структуре издержек. Синергитический эффект между структурными единицами медиа направления РБК способствует росту предельных доходов с каждого доллара, инвестируемого в дополнительный информационный канал. Так, после запуска РБК ТВ в 2003 г. (после стартового периода) общая выручка увеличивалась быстрее затрат, что привело к росту чистой рентабельности с 13% в 2004 г. до 17% в 2005 году.

Низкий уровень долга. Мы считаем, что с оценочным показателем EBITDA за 2006 г. \$ 60 млн. компания может увеличить объем заемных средств до \$180 млн. и, имея коэффициент долг/EBITDA = 3, успешно обслуживать и погашать долг (при условии сохранения рентабельности операций).

Прозрачная компания. На 29 марта 2006 г. 54% акций компании принадлежало ее основателям: Александру Моргульчику (17,8%), Дмитрию Белику (20,3%) и Герману Каплуну (15,9%), остальная часть акций находилась в свободном обращении. Компания вышла на российский фондовый рынок в 2002 г. и распределила 3,6% своих акций в соответствии с программой опционов (поощрения менеджмента).

Капитализация РБК приближается к отметке \$1 млрд. РБК публикует данные по МСФО, начиная с 2001 г., и соблюдает требования по раскрытию информации РТС и ММВБ. В марте 2005 г. компания выпустила АДР первого уровня, составивших приблизительно 12% от капитала компании; компания также соблюдает требования по раскрытию информации, распространяющиеся на эмитентов АДР первого уровня.

Структура собственности



Источник: данные компании

Сохранение лидерства на «традиционном» рынке и освоение новых ниш. Новые приобретения и проекты остаются важной частью стратегии компании, которая имеет целью:

- Увеличение доходности от деятельности на «традиционном» деловом рынке посредством увеличения ТВ покрытия в Москве, российских регионах и СНГ, а также за счет увеличения тиража печатных изданий, предоставляющих существующим и новым клиентам широкий спектр рекламных услуг.
- Развитие других нишевых рынков, включая новые информационные ресурсы под другими брендами, с целью расширения клиентской базы и, соответственно, привлечения новых рекламодателей.

В рамках своей стратегии РБК планирует приобретение или самостоятельный выпуск неделового журнала (возможно, глянцевого), запуск одного или нескольких Интернет-сайтов и телевизионного проекта. Компания планирует привлечь \$100 млн. на рынке облигаций и вложить около \$50 млн. собственных средств на осуществление этих проектов в 2006 г.