

ЩЕДРАЯ ПРЕМИЯ ЗА НОВОЕ ИМЯ

Дебют на рынке рублевых облигаций

Новое имя на рынке рублевых заимствований. ПрофМедиа, диверсифицированный холдинг, охватывающий несколько направлений в медиа-сфере, дебютирует на рынке рублевых облигаций. Размещение состоится 22 июля, параметры приведены в таблице справа. Выпуск обладает кредитным рейтингом, что удовлетворяет требованиям для включения его в ломбардный список Банка России. По данным организаторов, порядка 70% привлеченных средств будет направлено на рефинансирование краткосрочных долгов.

Значительная премия к эмитентам с сопоставимыми кредитными рейтингами. Купон по размещаемому выпуску установлен на уровне 10,5%, что соответствует доходности к трехлетней оферте в размере 10,78% и предполагает спред к кривой ОФЗ, равный 450 б.п. Среди эмитентов, чьи бумаги обращаются на рынке рублевых облигаций, прямых аналогов мы не нашли, поэтому для определения уровня справедливой доходности ориентируемся на кредитный рейтинг. ПрофМедиа имеет достаточно высокий рейтинг от S&P – «В+». Такой же рейтинг присвоен лидерам российской металлургической отрасли – Евразу и Мечелу. Алроса, монополист в сфере добыче алмазов, также имеет рейтинг «В+» от S&P. Заметим, что выпуски Евраза и Мечела, сопоставимые с облигациями ПрофМедиа по дюрации, предлагают премию к ОФЗ в районе 360–370 б.п., что заметно ниже доходности, которая сложилась по результатам сбора заявок в ходе размещения ПрофМедиа. На наш взгляд, сложившийся уровень доходности является избыточным для эмитента исходя из кредитных метрик, и мы ожидаем роста котировок выпуска уже в ближайшее время. Вполне вероятно, что, поскольку эмитент является дебютантом на рынке облигаций, многие потенциальные инвесторы просто технически не смогли установить лимит на бумаги ПрофМедиа. Мы ожидаем, что при сохранении благоприятных рыночных условий ликвидность выпуска будет улучшаться, а котировки будут демонстрировать динамику «лучше рынка». На наш взгляд, спред выпуска ПрофМедиа к ОФЗ должен сократиться не менее чем на 70 б.п.

Информация о выпуске

Эмитент	ООО "ПрофМедиа-Финанс"
Поручитель	Profmertia Ltd
Рейтинг поручителя (S/M/F)	(B+/-/-)
Рейтинг выпуска (S/M/F)	(B+/-/-)
Общий объем	3 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	5 лет
Оферта	через 3 года
Ставка купона	10,50%
Доходность	УТР 10,78%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	20 июля 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	22 июля 2010 г.

Устойчивый кредитный профиль

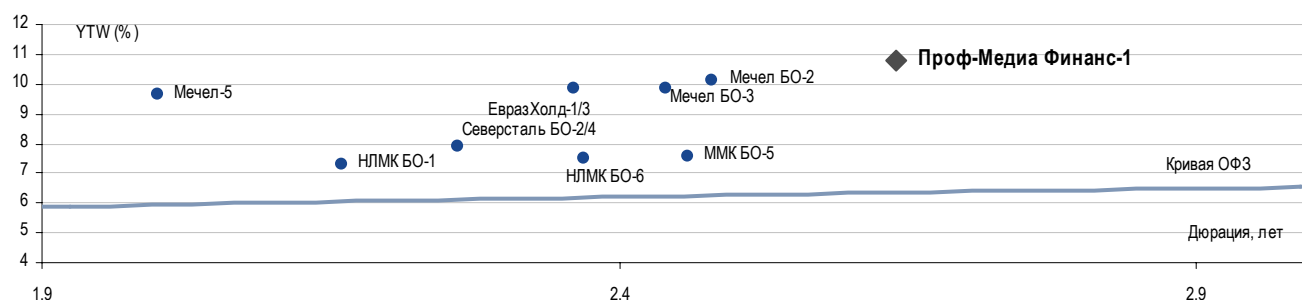
Ключевые финансовые показатели
Проф-Медиа, МСФО, млрд руб.

	2008	2009
Выручка	15,5	16,1
EBITDA	3,8	5,7
Совокупный долг	7,7	9,4
Чистый долг	6,1	7,9
<i>Коэффициенты</i>		
Рентабельность EBITDA (%)	24,9	35,5
Долг/EBITDA	2,0	1,6
Чистый долг/EBITDA	1,6	1,4
Долг/Собств. капитал	0,2	0,3
Доля краткосрочного долга (%)	34,9	45,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Существенная премия к эмитентам с сопоставимыми кредитными рейтингами

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



*Данные указаны по состоянию на 6 июля 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Кредитный профиль весьма устойчивый. Мы оцениваем кредитный профиль ПрофМедиа как весьма устойчивый и отмечаем следующие сильные стороны компании.

- **Диверсифицированная структура бизнеса.** ПрофМедиа – диверсифицированный холдинг, осуществляющий деятельность в сфере производства и дистрибуции медиа-продукции, радио и телевидения, проката фильмов и издательской деятельности. Холдинг контролирует 75% компании «Централ Партнершип» – одного из крупнейших в России производителей и дистрибьюторов теле- и кинопродукции. Помимо Централ Партнершип, ПрофМедиа владеет и управляет телеканалами ТВ-3, MTV и 2x2, радиостанциями Авторadio, Юмор FM, NRJ, Радио Алла, ИД Афиша, холдингом Rambler Media и сетью кинотеатров Сinema Парк, второй по количеству залов в России.
- **Сбалансированная структура выручки.** Выручка компании в 2009 г. составила 16,1 млрд руб. (+4% к уровню 2008 г.), EBITDA – 5,7 млрд руб. (+49%). В структуре выручки основная доля приходится на сегмент производства и проката кинофильмов (около 43% в 2009 г.), при этом в структуре EBITDA на долю этого сегмента в прошлом году пришлось 62%, а рентабельность данного направления составила внушительные 51%. Подчеркнем, что Централ Партнершип не только является одним из лидеров в области производства кинопродукции, но и занимает весьма устойчивые позиции в кинопрокате, являясь эксклюзивным дистрибьютором Paramount Pictures и DreamWorks Animation в России и СНГ, за исключением Украины (в среднем комиссионные дистрибьютора составляют от 10 до 15% от кассовых сборов). Компания заметно увеличила свою долю по итогам 2009 кинотеатрального года (начинаясь 1 декабря) – до 16,4% с 7,8% в 2008 г., согласно изданию «Кинобизнес сегодня». Учитывая лидирующие позиции ПрофМедиа в сегменте кинопроката, дополнительную выгоду компании обеспечивает наличие крупной собственной сети кинотеатров. По данным PWC, в кризис кино оставалось одним из ключевых видов досуга, и посещаемость кинотеатров не только не снизилась, но даже возросла (пусть и на скромные 1,6%). Централ Партнершип также обладает одной из крупнейших в России частных библиотек кинопродукции. Отметим, что формируя почти половину совокупной выручки ПрофМедиа, Централ Партнершип заметно снижает зависимость компании от цикличного рынка рекламы. Именно значительная доля доходов нерекламного характера позволила ПрофМедиа увеличить выручку в 2009 г., в период заметного сокращения рекламного рынка. В области телевидения и радио позиции ПрофМедиа также достаточно сильны – совокупная доля аудитории телеканалов компании составляет порядка 4,4%, а на ее радиостанции в прошлом году пришлось около 20,5% рынка рекламы на радио.
- **Значительная поддержка со стороны основного акционера.** ПрофМедиа на 100% принадлежит холдингу Интеррос, при этом акционер исторически оказывал значительную поддержку компании – как путем внесения средств в уставный капитал, так и посредством предоставления займов. На конец 2009 г. порядка 78% от совокупного долгового портфеля ПрофМедиа приходилось на задолженность перед акционерами.
- **Консервативный уровень долговой нагрузки.** На начало 2009 г. совокупный долг ПрофМедиа составлял 9,4 млрд руб., а отношение Чистый долг/EBITDA находилось на консервативном уровне 1,4. Следует обратить внимание, что подход рейтингового агентства S&P к расчету долговой нагрузки ПрофМедиа гораздо более консервативный, чем самой компании. Так, S&P рассчитывает «скорректированную EBITDA», не учитывая амортизацию прав на фильмы (в 2009 г. сумма амортизации составила 1,5 млрд руб.), поскольку рассматривает права на фильмы в качестве краткосрочного, а не внеоборотного актива, как это делает ПрофМедиа. Свой подход компания объясняет тем, что в течение первых трех лет от обладания правами обычно бывает получена лишь половина выручки, остальная же часть поступает позже. Заметим, что даже при своем консервативном подходе S&P присвоило ПрофМедиа весьма высокий рейтинг «B+». По оценкам компании, ее совокупный долг по итогам 2010 г. в связи с необходимостью финансировать масштабную инвестпрограмму возрастет до 14 млрд руб. (на 30 июня долг составлял 11,7 млрд руб.). В структуре долга на конец 2010 г. половину (6,9 млрд руб.) будет составлять кредит Сбербанка, предоставленный под залог акций операционных компаний, 2,3 млрд руб. – субординированный заем от акционеров (с погашением в 2016 г.), а оставшаяся часть придется на облигационный заем и кредиты банков. Учитывая, что на начало 2009 г. акционерные займы составляли почти 77% кредитного портфеля, можно сказать, что компания намерена в текущем году заместить их рыночными. Стоит отметить, что долгосрочные займы в структуре долгового портфеля компании на конец 2010 г. будут составлять не менее 85%. Заметим также, что долгосрочный кредит Сбербанка подразумевает финансовые ковенанты, ограничивающие отношение Долг/EBITDA уровнем 3,5, – это также должно обеспечить определенный комфорт и другим кредиторам компании.

Ключевые финансовые показатели ПрофМедиа, млн руб.

МСФО	2007	2008	2009	Изм. 2009/ 2008, %
Выручка	10 945	15 475	16 113	4,1
EBITDA	3 128	3 846	5 722	48,8
Совокупный долг, в т.ч.	9 069	7 729	9 403	21,7
Краткосрочный долг	6 819	2 701	4 249	57,3
Займы акционеров	543	4 749	7 211	51,8
Денежные средства	2 572	1 576	1 502	(4,7)
Чистый долг	6 497	6 153	7 901	28,4
Собственный капитал	23 371	33 038	30 730	(7,0)
Активы	42 184	52 583	52 308	(0,5)
Операционный поток	2 173	986	4 356	341,8
Капитальные затраты	3 674	3 802	2 923	(23,1)
Коэффициенты				
Рентабельность EBITDA (%)	28,6	24,9	35,5	
Долг/EBITDA	2,9	2,0	1,6	
Чистый долг/EBITDA	2,1	1,6	1,4	
Долг/Собств. капитал	0,4	0,2	0,3	
Доля займов от акционеров (%)	6,0	61,4	76,7	
Доля краткосрочного долга (%)	75,2	34,9	45,2	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные риски. Основные факторы риска вложений в долговые обязательства ПрофМедиа, по нашему мнению, следующие:

- **Сложная структура группы, что обусловлено спецификой медиа-бизнеса в России.** Вместе с тем, определенный комфорт для инвесторов несет тот факт, что поручителем по облигационному займу является холдинговая компания, обладающая аудированной отчетностью по МСФО и кредитным рейтингом
- **Возможности компании по увеличению рекламной выручки ограничены емкостью рынка рекламы.** На телевидении трансляция рекламы ограничена 15% эфирного времени, а показатель размещения рекламы стремится к 100%, – таким образом, перспективы рынка рекламы стоит связывать скорее с ростом цен. В то же время показатель на уровне 100% говорит о том, что размещающие рекламу компании (такие, как Видео Интернэшнл) вряд ли могут в короткие сроки перенести ее с одного канала на другой, что обеспечивает определенную стабильность выручке этого сегмента.
- **Масштабная инвестпрограмма.** В 2010 г. затраты ПрофМедиа на инвестиции запланированы на уровне 6 млрд руб. (против 3 млрд руб. в 2009 г.). Заметное увеличение инвестиций можно объяснить тем, что в период кризиса компания заморозила ряд проектов. Вместе с тем, учитывая рост операционной прибыли ПрофМедиа, а также финансовые ковенанты, которым она должна следовать, кредиторам вряд ли стоит опасаться, что долговая нагрузка компании достигнет опасных значений. Кроме того, ПрофМедиа ведет работу по подготовке IPO.
- **Невысокая ликвидность выпуска в первое время.** Мы ожидаем что в первые месяцы ликвидность выпуска будет невысокой, поскольку эмитент является дебютантом на рынке рублевых облигаций и участникам требуется время для открытия лимитов.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010