

ЧРЕЗМЕРНАЯ ПРЕМИЯ ПРИ УМЕРЕННОМ КРЕДИТНОМ РИСКЕ

Торговая идея в облигациях второго эшелона

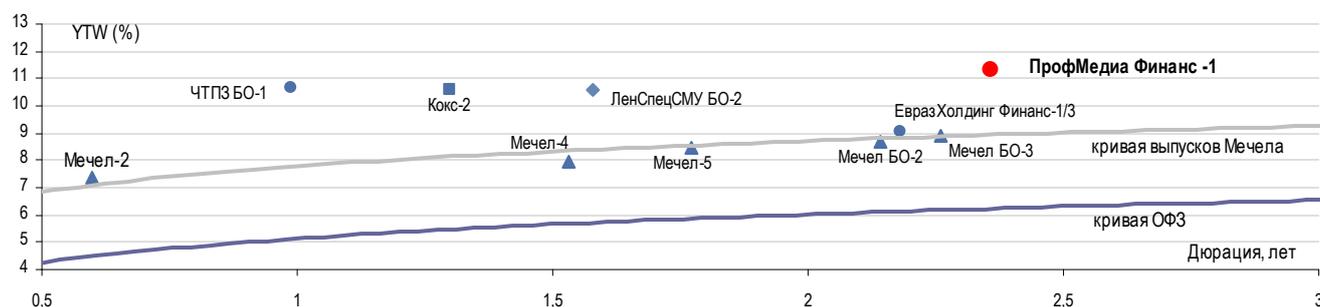
Низкая цена – повод для покупок. Мы обратили внимание на то, что в последнее время выпуск ПрофМедиа Финанс-1 торгуется ниже номинала с доходностью около 11,3% на срок два с половиной года. Ряд событий последнего времени, благоприятных для кредитного профиля ПрофМедиа, а также финансовые показатели компании за I полугодие 2010 г. дают основания полагать, что справедливая доходность выпуска находится заметно ниже текущего уровня, в связи с чем мы, безусловно, рекомендуем бумагу к покупке.

Чрезмерная премия к выпускам эмитентов, обладающих сопоставимыми кредитными рейтингами. Поскольку среди эмитентов, чьи бумаги обращаются на рынке рублевых облигаций, отсутствуют прямые аналоги ПрофМедиа, для справедливого позиционирования облигаций мы ориентируемся на кредитный рейтинг эмитента. ПрофМедиа присвоен достаточно высокий рейтинг по версии S&P на уровне «В+», который был подтвержден рейтинговым агентством после размещения компанией облигаций. Такой же рейтинг присвоен и выпуску облигаций. По уровню кредитных рейтингов ПрофМедиа сопоставима с лидерами российской металлургической отрасли – Евразом (В/В2/В+) и Мечелом (В1). Облигации этих компаний образуют практически единую кривую со спредом в размере 250–260 б.п. к кривой ОФЗ. При этом облигации ПрофМедиа котируются с премией в размере 230 б.п. к выпускам металлургических компаний, которая представляется нам чрезмерной. Примечательно, что выпуск ПрофМедиа торгуется практически на одном уровне с облигациями ЧТПЗ (NR), имеющего существенно более рискованный кредитный профиль. Кроме того, выпуск предлагает пусть и небольшую, но все же премию по доходности к выпускам угольной компании «Кокс» (S&P: В) и девелопера «ЛенСпецСМУ» (S&P: В), также отличающихся более высокой долговой нагрузкой, что в том числе отражено более низкими кредитными рейтингами этих компаний.

Таким образом, очевидно, что сложившийся уровень доходности избыточен для ПрофМедиа, и мы считаем справедливым снижение доходности не менее чем на 100 б.п., что делает бумаги ПрофМедиа, пожалуй, лучшей идеей в сегменте рублевых облигаций второго эшелона.

Щедрая компенсация за приемлемый кредитный риск

Диаграмма доходностей рублевых облигаций*



*Данные указаны по состоянию на 1 ноября 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Информация о выпуске

Эмитент	ООО "ПрофМедиа-Финанс"
Поручитель	Profmeria 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
Ставки купона	10,5%
Доходность	УТР 11,3%
Дата размещения на ММВБ	22 июля 2010 г.

Мы видим несколько причин настороженного отношения инвесторов к облигациям ПрофМедиа:

Что вызывает опасения	Факторы, смягчающие риск
<p>Нехарактерная для рублевого рынка структура выпуска. Прежде всего тот факт, что поручителем по займу выступает компания, зарегистрированная в офшоре.</p>	<p>Холдинг имеет сложную юридическую структуру, что обусловлено спецификой медиа-бизнеса в России. Тем не менее важно отметить, что холдинговая компания, являющаяся поручителем по займу, представляет аудированную отчетность по МСФО и, кроме того, обладает кредитным рейтингом довольно высокого уровня – «В+» по версии S&P.</p>
<p>Новое имя на рынке рублевых заимствований и единственный эмитент в медийном секторе.</p>	<p>Значительная поддержка со стороны основного акционера. ПрофМедиа на 100% принадлежит холдингу «Интеррос», контролируемому Владимиром Потаниным, причем акционер всегда оказывал значительную поддержку компании как в форме вкладов в уставный капитал, так и в виде займов. На конец 2009 г. порядка 78% совокупного долгового портфеля ПрофМедиа было представлено задолженностью перед акционерами.</p>
<p>Все еще невысокая ликвидность выпуска</p>	<p>Диверсифицированная структура бизнеса и устойчивый кредитный профиль. 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 дистрибьютеров теле- и кинопродукции. Помимо Централ Партнершип, нескольких телеканалов и радиостанций, ПрофМедиа владеет и управляет также сетью кинотеатров «Синема Парк», второй по количеству залов в России. На середину нынешнего года, долговая нагрузка ПрофМедиа в терминах Чистый долг/LTM EBITDA находилось на комфортном уровне – 1,7. В структуре долга на конец 2010 г. половина будет представлена кредитом Сбербанка, выданным под залог акций операционных компаний (6,9 млрд руб.), 2,3 млрд руб. составит субординированный кредит акционеров (с погашением в 2016 г.), остальная часть придется на облигационный займ и кредиты банков. Заметим при этом, что условиями долгосрочного кредита Сбербанка предусмотрены финансовые ковенанты, ограничивающие отношение Долг/EBITDA уровнем 3,5, что должно придавать определенную уверенность и другим кредиторам компании.</p>
	<p>Выпуск соответствует критериям включения в список РЕПО ЦБ, что может служить дополнительным аргументом в пользу включения бумаг в инвестиционный портфель. Пока же участникам требуется время для открытия лимитов, поскольку эмитент является дебютантом на рынке рублевых облигаций.</p>

Дополнительные факторы поддержки кредитного профиля ПрофМедиа.

- В сентябре агентство S&P подтвердило присвоение медиахолдингу «ПрофМедиа» кредитного рейтинга на уровне «B+» со стабильным прогнозом. Напомним, что при размещении займа медиахолдинг уже имел рейтинг S&P на уровне «B+», однако этот рейтинг был предварительным и подлежал пересмотру в течение трех месяцев в зависимости от успеха размещения облигационного займа. Подтверждение рейтинга фактически устранило препятствия для включения выпуска в список РЕПО ЦБ, и теперь можно ожидать, что это случится в ближайшее время (при размещении компания говорила о том, что предпримет все необходимые действия для включения бумаг в список).
- Опубликованы высокие финансовые показатели за I полугодие 2010 г. В 2010 г. операционные показатели продолжали расти – выручка увеличилась на 18% относительно уровня годичной давности, EBITDA – на 24% до 2,62 млрд руб., а рентабельность по EBITDA достигла 29,7% по сравнению с 28,3% в I полугодии 2009 г. Следует обратить внимание на то, что доля выручки от рекламы в отчетном периоде сократилась до 44% с 50% годом ранее, а доля поступлений от продажи прав на контент в I полугодии 2010 г., напротив, возросла до 46% с 40% в I полугодии 2009 г., что служит еще одним подтверждением стремления компании снизить зависимость от волатильного рынка рекламы в пользу менее рискованного и более «долгоиграющего» направления, которым является продажа прав на контент. Долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/LTM EBITDA по итогам отчетного периода осталась на консервативном уровне – ниже 2.

Ключевые финансовые показатели ПрофМедиа, млн руб.

МСФО	2008	2009	I п/г 10	I п/г 09	Изм. за год, %
Выручка	15 475	16 113	8 819	7 477	17,9
ЕБИТДА	3 846	5 722	2 622	2 114	24,0
Совокупный долг, в т.ч.	7 729	9 403			
Краткосрочный долг	2 701	4 249			
Займы акционеров	4 749	7 211			
Денежные средства	1 576	1 502			
Чистый долг	6 153	7 901	10 503		
Собственный капитал	33 038	30 730			
Активы	52 583	52 308			
Операционный ден. поток	986	4 356			
Капитальные затраты	3 802	2 923			
Коэффициенты					
Рентабельность EBITDA (%)	24,9	35,5	29,7	28,3	
Долг/EBITDA	2,0	1,6			
Чистый долг/EBITDA	1,6	1,4	1,7		
Долг/Собств. капитал	0,2	0,3			
Доля займов от акционеров, %	61,4	76,7			
Доля краткосрочного долга, %	34,9	45,2			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Мы отмечаем следующие факторы риска вложений в долговые обязательства ПрофМедиа.

- 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%, и, таким образом, перспективы рынка рекламы следует связывать скорее с ростом цен. В то же время показатель размещения рекламы на уровне 100% говорит о том, что компании, размещающие рекламу (такие, как Видео Интернэшнл), вряд ли могут в короткие сроки перевести рекламу с одного канала на другой, что обеспечивает определенную стабильность выручки этого сегмента.
- Масштабная инвестпрограмма. В 2010 г. затраты ПрофМедиа на инвестиции запланированы на уровне 6 млрд руб. (против 3 млрд руб. в 2008 г.). Заметный рост инвестиций можно объяснить тем, что в период кризиса компания заморозила ряд проектов. Вместе с тем, учитывая рост операционной прибыли компании, а также финансовые ковенанты, которым она должна следовать, кредиторам вряд ли стоит опасаться, что долговая нагрузка ПрофМедиа достигнет опасных значений. Кроме того, компания ведет работу по подготовке IPO.

Подробнее наше мнение о кредитном профиле ПрофМедиа изложено в специальном комментарии от 22 июля 2010 г.: «ПрофМедиа: щедрая премия за новое имя».

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, taveggiac@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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