

ПРОФМЕДИА (S&P: B+): ВОЗВРАЩЕНИЕ МЕДИЙНОГО СЕГМЕНТА

ЮЛИЯ САФАРБАКОВА
yulia.safarbakova@trust.ru
+7 495 786 23 48

22 июля холдинг «ПрофМедиа» планирует разместить облигации объемом RUB3 млрд. со сроком обращения 5 лет и офертой через 3 года. Ориентир по ставке купона составляет 10.25-10.50% (был сужен с 10.25-10.75% сегодня утром), что должно обеспечить доходность к оферте YTM 10.51-10.78% при дюрации 2.6 лет. Книга заявок на покупку закрывается сегодня в 17:00 по московскому времени.

Мы считаем, что наиболее адекватным в данном случае будет сравнение облигаций ПрофМедиа с бумагами других компаний, имеющих рейтинг на уровне «B1/B+». Безусловно, выпуск должен предлагать некоторую премию за риски, связанные с низкой долей материальных активов у компании. В то же время невысокая долговая нагрузка, хорошие финансовые показатели и потенциальная поддержка сильного акционера делают предлагаемую ставку привлекательной. Справедливую доходность по бумаге мы видим на уровне YTP 10.00%.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ПрофМедиа является крупнейшим российским медиахолдингом и принадлежит группе «Интеррос», контролируемой г-ном Потаниным. Напомним, что у группы в собственности находятся также пакеты акций Норильского Никеля (25%) и Росбанка (30.4%), а также активы в сферах туризма и недвижимости.

Компания осуществляет свою деятельность в большинстве сегментов российского медиарынка, таких как телевидение, производство и распространение фильмового контента, кинотеатры, радио, интернет и печатные СМИ. Остановимся более подробно на основных брендах каждого из сегментов деятельности.

- Телевизионная деятельность приносит ПрофМедиа наибольший объем выручки (30%, или RUB4.8 млрд. за 2009 г.) и включает в себя функционирование трех эфирных каналов: **ТВ 3**, **MTV Россия** и **2x2**, каждый из которых занимает ведущие позиции по количеству зрителей (в 2009 году доли целевой аудитории составили 3.5%, 2.4% и 1.5% соответственно). Отметим наличие потенциала роста у сегмента (совокупная доля российской аудитории, приходящаяся на каналы ПрофМедиа, увеличилась до 4.4% в 2009 г. на 1.1% с 2007) за счет тенденции переключения зрителей с крупных телеканалов на менее популярные (совокупная доля зрителей ОРТ, НТВ, ТНТ, Россия 1 и СТС снизилась до 66% в 2009 с 67.6% в 2007).

Централ Партнершип (27% от общей выручки ПрофМедиа, или RUB4.5 млрд. в 2009) является лидером в России и СНГ среди дистрибьюторов киноконента (доля рынка составила 27% на 01.05.2010), а также занимается производством фильмового контента (3-5 полнометражных фильмов ежегодно) и его приобретением (крупнейшая библиотека: права на более чем 1.4 тыс. фильмов и 3.2 тыс. часов телевизионного контента). Отметим, что с 2009 компания является эксклюзивным дистрибьютором Paramount Pictures и DreamWorks Animation в СНГ (в Украине за счет соглашения в июле 2010 с «Интер-Фильм»). В совокупной выручке компании доля ЦПШ составила 27%, а в EBITDA – 55% в 2009, что объясняется относительно минимальной себестоимостью реализации по сегментам.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ПО СЕГМЕНТАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, 2009, RUB МЛРД. ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ, 2009



Источник: данные ПРОФМЕДИА

Источник: данные ПРОФМЕДИА

- **Синема Парк** (16% всей совокупной выручки, или RUB2.6 млрд. в 2009) специализируется на создании мультиплекс кинотеатров (около 16 в крупных городах России). Компания занимает 2-е место по совокупному числу залов (133 после 167 залов у КароФильм на 1 мая 2010) и 1-е – по числу цифровых экранов с возможностью показа 3D фильмов в России (на Профмедиа приходится 13.7% всех цифровых экранов в России на 3.02.2010). При этом в 2010 году компания планирует увеличить общее число залов до 172.
- **Интернет** активы компании представлены такими брендами, как Rambler, Top-100, Lenta.ru, Begun, Price.ru (выручка за 2009 год составила 14% от общей по ПрофМедиа, или RUB2.3 млрд.). ПрофМедиа занимает 3-е место по выручке от данного направления деятельности на рынке после Yandex и Mail.ru. Основными источниками доходов здесь выступают продажи контекстной и дисплейной рекламы (62% и 38% соответственно в 2009), а также платежи пользователей.



- На рынке **радиовещания** ПрофМедиа (9% в общей выручке, или RUB1.5 млрд. в 2009) управляет четырьмя радиостанциями: АвтоРадио, Юмор FM, Алла, NRJ, а также порталом интернет радио 101.ru (более 100 радиостанций, месячная аудитория около 915 тыс. пользователей). Компания занимает 2-е место по объёму выручки в секторе, а также является лидером на рынке продаж рекламы (доля ПрофМедиа на рекламном рынке радиовещания составила 20.5% в январе-апреле 2010).
- В сегменте **печатных изданий** компания (выручка за 2009 по МСФО составила RUB0.6 млрд. или 3.4% от общей выручки) специализируется на выпуске таких журналов, как Афиша, Еда, Мир, Большой город и занимает ведущие позиции по числу читателей. Также активно развиваются цифровые аналоги журналов в интернете, которые в 2009 году позволили компании заработать 18.9% от всего объёма общей выручки российских и европейских интернет-издателей.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

ПрофМедиа, по нашему мнению, является достаточно качественным заемщиком и обладает крепким кредитным профилем в силу диверсифицированной структуры бизнеса, которая позволила ей относительно неплохо пройти кризис, а также благодаря способности генерировать денежные потоки, поддерживать высокую маржинальность бизнеса и умеренную долговую нагрузку.

Отметим сильные стороны финансового профиля эмитента:

- **Поддержка акционеров:** исторически материнская группа достаточно активно поддерживает ПрофМедиа за счет пополнения акционерного капитала (допэмиссия на сумму RUB6 млрд. в 2008) и предоставления источников финансирования (кредиты и займы связанным сторонам составили RUB4.9 млрд. в 2009, в начале 2010 акции к погашению были конвертированы в субординированный заем на сумму RUB2.4 млрд.). Политика менеджмента направлена на обретение самостоятельности, в том числе посредством выхода на публичные долговые рынки и активного банковского кредитования. Тем не менее мы склонны считать поддержку со стороны Интеррос в случае необходимости вполне вероятной.

ДИАГРАММА 3. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОФМЕДИА

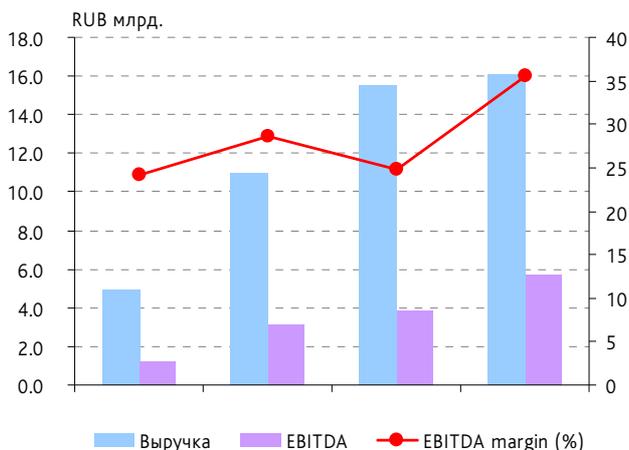
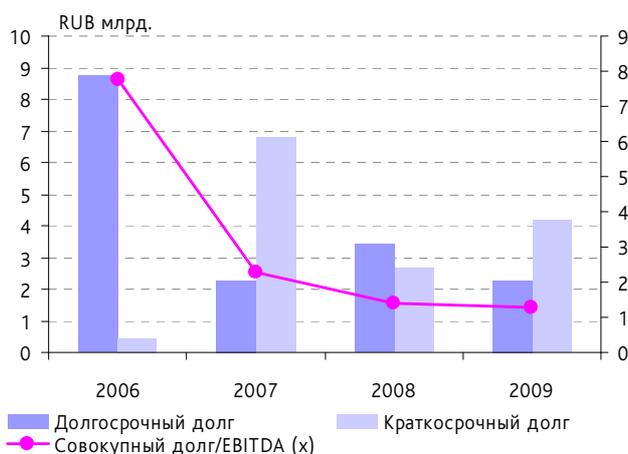


ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА И СТРУКТУРА ДОЛГА



Источник: данные ПРОФМЕДИА

Источник: данные ПРОФМЕДИА

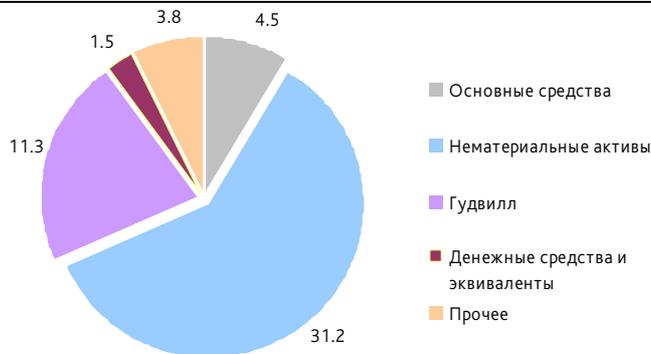
- **Диверсификация деятельности:** присутствие компании в различных медийных сегментах позволяет динамично развивать бизнес, эффективно управляя притоками средств от одних секторов на реализацию проектов в других, а также гибко подстраивать деятельность под изменение потребительских предпочтений для поддержания высокой маржинальности бизнеса. Так, более активная продажа прав на фильмы в 2009 году позволила поддержать прибыльность бизнеса, поскольку при дистрибуции контента основные издержки формируются периодами ранее.
- **Поддержание прибыльности бизнеса:** выручка и EBITDA достигли RUB16.1 млрд. и RUB5.7 млрд. в 2009 по МСФО, а рентабельность по EBITDA составила 35.5%. Результаты выше докризисных значений в основном благодаря расширению деятельности, а также переключению на продажу прав на фильмы (доход составил RUB6.1 млрд. в 2009) в соответствии с потребностями рынка. Основная доля выручки по-прежнему генерируется от продажи рекламы (52%, или RUB8.4 млрд. в 2009 по МСФО), в том числе через каналы теле- и радиовещания (RUB5.8 млрд.).
- **Активная реализация инвестиционных проектов за счет денежных средств от операционной деятельности:** в 2009 CAPEX составил RUB2.9 млрд. при полном покрытии собственным денежным потоком в объёме RUB4.4 млрд. Отметим, что в 2009 году часть инвестиционной программы была заморожена в связи с кризисной ситуацией на рынке. Поэтому в 2010 менеджмент планирует реализовать отложенные проекты (в основном по производству и приобретению киноконента и по расширению сети кинотеатров), выделив на капитальные затраты порядка RUB6 млрд. Финансирование будет обеспечено в основном за счет внутренних источников и частично за счет средств от планируемого выпуска облигаций (около RUB1 млрд.).



- **Умеренная долговая нагрузка:** Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА составили по итогам 2009 года 1.3х и 1.1х с учетом субординированного займа. При этом компания наращивает заемный портфель, не планируя превышать комфортный уровень долга в терминах показателя «Чистый Долг/ЕБИТДА» на уровне 2х: за 1П 2010 долг был увеличен на 33% к началу года до RUB11.7 млрд., преимущественно посредством привлечения кредитов Сбербанка на сумму RUB5.4 млрд. из открытой линии объемом в RUB6.9 млрд.
- **...при комфортном графике погашения:** выплаты по обслуживанию долга составят RUB0.3 млрд. и RUB1.5 млрд. и RUB0.5 млрд. в течение 2010, 2011 и 2012 соответственно. Компания значительно оптимизировала структуру выплат с начала года (на начало 2009 ожидаемые выплаты составляли RUB4.7 млрд. в течение 2010 года) посредством пролонгации задолженности перед связанными компаниями (RUB3.7 млрд.), конвертации погашаемых акций в субординированный заем (RUB2.4 млрд. до 2016г.) и рефинансирования за счет более длинных кредитов, тем самым улучшив состояние потенциальных облигационеров.

Основным риском компании, связанным со спецификой медийного сектора в целом, является, на наш взгляд, **высокая доля нематериальных активов и гудвила**, которые составили соответственно 59.6% и 21.6% в структуре активов (или RUB31.2 млрд. и RUB11.3 млрд.), по данным МСФО на конец 2009 года. В случае неплатежеспособности это будет означать, что инвесторам будет трудно реализовать распродаваемые активы. К тому же довольно сложно адекватно оценить их справедливую стоимость. Легко реализуемыми нам видятся лишь права на продажу фильмов (RUB5.3 на 31.12.2009), хотя держателям облигаций вряд ли стоит на них рассчитывать в силу необеспеченной структуры займа. В то же время мы считаем, что данный риск является маловероятным.

ДИАГРАММА 5. СТРУКТУРА АКТИВОВ, 2009, RUB МЛРД.



Источник: данные ПРОФМЕДИА

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОФМЕДИА

МСФО, RUB млрд.	2006	2007	2008	2009	09/08
Выручка	4.9	10.9	15.5	16.1	4.1%
Операционная прибыль	-0.2	-1.3	-6.1	2.6	142.9%
ЕБИТДА	1.2	3.1	3.8	5.7	29.0%
Чистая прибыль	-0.2	0.0	-6.6	-0.2	-96.6%
Денежные средства от операционной деятельности	1.0	2.2	1.0	4.4	341.8%
Капитальные вложения	3.8	3.7	3.8	2.9	-23.1%
Совокупный долг*, включая краткосрочный долг	9.2	9.1	7.4	8.8	17.8%
Денежные средства и эквиваленты	7.0	6.5	5.9	7.3	23.9%
Чистый долг	23.3	23.4	33.0	30.7	-7.0%
Собственный капитал	43.5	42.2	52.6	52.3	-0.5%
Всего активов					4.1%
Ключевые показатели					
ЕБИТДА margin (%)	24.2	28.6	24.9	35.5	
ЕБИТДА/Проценты(х)	4.5	3.9	6.7	7.4	
Совокупный долг/ЕБИТДА (х)	7.8	2.3	1.4	1.3	
Чистый долг/ЕБИТДА** (х)	5.9	1.6	1.1	1.1	
Денежные средства/Краткосрочный долг (%)	509.0	37.8	58.8	36.0	
Совокупный долг/Собственный капитал (х)	0.4	0.4	0.2	0.3	

*Совокупный долг включает погашаемые акции
Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 786-23-48

Сергей Гончаров
Юлия Сафарбакова

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

Ричард Холиоук

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Вадим Закройщиков

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избеганию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избеганию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.