

Фокус на развлечениях

Комментарий к размещению Профмедиа (B+)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

Основные параметры займа ПрофМедиа,1

Эмитент	ООО ПрофМедиа Финанс
Поручитель	Profmedia Limited, Cyprus
Объем выпуска	3 млрд. руб.
Срок обращения	5 лет
Пут опцион	Через 3 года после размещения по цене 100% от номинала
Заккрытие книги	20.07.2010
Ориентир организаторов	Купон 10.25-10.75% Доходность 10,51-11,04%
Рейтинг	S&P (B+) дает основания для включения в список РЕПО ЦБ

Финансовые результаты Группы Профмедиа, млн. руб.

	2008	2009
Выручка	15 475	16 113
ЕБИТДА	3 846	5 722
Чистая Прибыль	(6 559)	(222)
Активы	52 583	52 308
Чистый долг	10 181	13 486
Собственные средства	33 038	30 730
Рентабельность по ЕБИТДА	24.8%	35.5%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.6	2.3
ЕБИТДА/проценты	4.9	6.3

На наш взгляд, озвученные ориентиры выглядят привлекательно, считаем интересным участие в размещении даже по нижней границе заявленного диапазона (купон 10.25%, доходность 10,51% годовых к оферте через 3 года, спред к ОФЗ 400бп).

Полагаем, что на выпуск стоит обратить внимание инвесторам со стратегией «купить и держать до погашения» - высокий купон, включение в ломбардный список в перспективе, устойчивое финансовое состояние компании. Вместе с тем отметим, что в первое время ПрофМедиа Финанс,1 может характеризоваться низкой ликвидностью.

Положительные стороны:

- поддержка со стороны «сильного» акционера
- диверсифицированная структура активов холдинга, состоящих из наиболее высоко маржинальных сегментов российского медиарынка
- лидирующие позиции в сегментах присутствия
- устойчивое финансовое состояние

Основные риски:

- достаточно громоздкая структура группы (большое количество операционных компаний, принадлежащих кипрским оффшорам)
- высокая волатильность денежных потоков, связанную с цикличностью медийной отрасли,
- низкий уровень информационной открытости, который может сохраниться в силу особенностей структуры выпуска (эмитент- SPV-компания)
- неопределенность в сфере регулирования отрасли

Прайсинг:

- Мы не видим прямых аналогов для сравнения среди бумаг, обращающихся на сегодняшний день на рынке. В то же время, предлагаемая доходность выглядит весьма привлекательно для эмитента с международным рейтингом категории «B+» и достаточно солидными кредитными метриками (Чистый Долг/ЕБИТДА-2.0x в 2009 г.). Для сравнения, средний спред к ОФЗ у компаний с аналогичным уровнем рейтинга не превышает 300-320 бп. Таким образом, даже с учетом премии за «новизну» риска и достаточно длинную дюрацию, выпуск сохраняет инвестиционную привлекательность.

Коротко о группе:

- Изначально Профмедиа была учреждена как холдинговая компания для консолидации медиа активов, принадлежащих Интерросу. Основной фокус в то время был направлен на печатные издания. В дальнейшем портфель активов был существенно расширен.

- На сегодняшний день группа представляет собой крупный диверсифицированный холдинг, владеющий активами в различных сегментах медиарынка, включая ТВ (каналы 2x2, ТВ3, MTVРоссия), радио (Авторadio, ЮморFM и т.д.), журналы (Афиша), производство и прокат фильмов и сериалов (Централ Партнершип), а также, так называемые, new media(порталы Rambler, Lenta.ru и т.д.). Помимо этого, группе принадлежит вторая крупнейшая в России сеть кинотеатров Синема Парк (доля рынка 6%).

- Конечным бенефициаром Профмедиа выступает группа Интеррос, которая единолично владеет холдинговой структурой Profmedia Limited, Surgus. Последняя, в свою очередь, объединяет ряд оффшорных компаний, которым принадлежат непосредственно операционные активы. Доля владения практически всеми компаниями составляет 100% (за исключением Централ Партнершип- 74.55%).

- Стратегия развития группы нацелена на усиление ее позиций на медийном рынке за счет дальнейших инвестиций в производство контента, развития онлайн сервисов и расширения сети кинотеатров. Эти направления станут основными в инвестиционной политике на ближайшие годы.

Финансовый профиль:

- Несмотря на неблагоприятную макроэкономическую конъюнктуру, консолидированная выручка Профмедиа в 2009 увеличилась на 4% до 16.1 млрд. руб. Основной причиной такого «иммунитета» стал тот, факт, что на долю рекламной выручки пришлось только 52% от общего оборота. Остальные продажи были обеспечены благодаря наличию прав на обширную библиотеку цифрового контента и сети кинотеатров.

- Показатель EBITDA формируется по большей части за счет неденежных источников, а именно значительных затрат на амортизацию прав на нематериальные активы.

- Расходы на обесценение активов и затраты на опционную программу оказали эффект на финансовый результат: Профмедиа убыточна последние 3 года.

Долговая нагрузка и Сарех:

- Совокупная задолженность Профмедиа по итогам 2009 г. на 77% была представлена займами от акционеров (в т.ч. субординированный долг 2.3 млрд. руб.). Подавляющая часть заимствований (70%) имеет короткую структуру. При оценке долговой нагрузки компании мы использовали консервативный подход, включив в состав долга обязательства по операционному лизингу (5.6 млрд. руб. в 2009 г.). Дело в том, что из 16 кинотеатров в собственности находятся лишь 5, в то время как остальные используются на правах аренды. Таким образом, долговая нагрузка группы как отношение Чистый Долг/EBITDA по итогам 2009 г. составила 2.3х. (1.4х без опер. лизинга).

- В рамках бизнес стратегии Профмедиа стремится к замещению средств акционеров рыночными источниками фондирования. На первом этапе в 1П2010 г. был привлечен 3-х летний кредит от Сбербанка. Финансирование будет предоставлено 3 траншами общим объемом 6.9 млрд. руб. На сегодняшний день привлечены первые два транша (5.4 млрд. руб.). Оставшаяся часть займа будет выбрана в ближайшие несколько месяцев. В качестве обеспечения были предоставлены акции (51-100%) операционных компаний из бизнес-единиц ТВ (ТВЗ), радио (ВКМП) и кинотеатры (Синемапарк). Также в структуру займа включены финансовые ковенанты, ограничивающие соотношение Консолидированный долг/EBITDA на уровне 3.5х.

- В результате текущий вид кредитного портфеля принял следующий вид - см. рис.1. Текущий выпуск облигаций призван завершить процесс оптимизации - около 70% займа будет направлено на рефинансирование краткосрочной задолженности. Оставшаяся часть будет потрачена на инвестиции. Таким образом, долговая нагрузка Профмедиа по итогам 2010 г. в терминах Совокупный Долг/EBITDA, по нашим оценкам, превысит 2.0х, а с учетом операционной аренды приблизится к 3.0х.

-Вследствие кризиса ряд проектов группы был заморожен, а капитальные расходы существенно сокращены. Так, по итогам 2009 г. инвестиционные затраты составили 2.9 млрд. руб. (-24% к 2008 г.), большая часть из которых была потрачена на улучшение качества цифрового контента. В 2010 г. по мере оживления экономики было решено возобновить отложенные ранее проекты. В результате ожидаемый Сарех составит около 6 млрд. руб. Его финансирование будет осуществляться преимущественно за счет заемных средств. Начиная с 2011 г., Профмедиа рассчитывает вернуться к стандартному объему капитальных затрат, которые будут окупаться операционным денежным потоком.



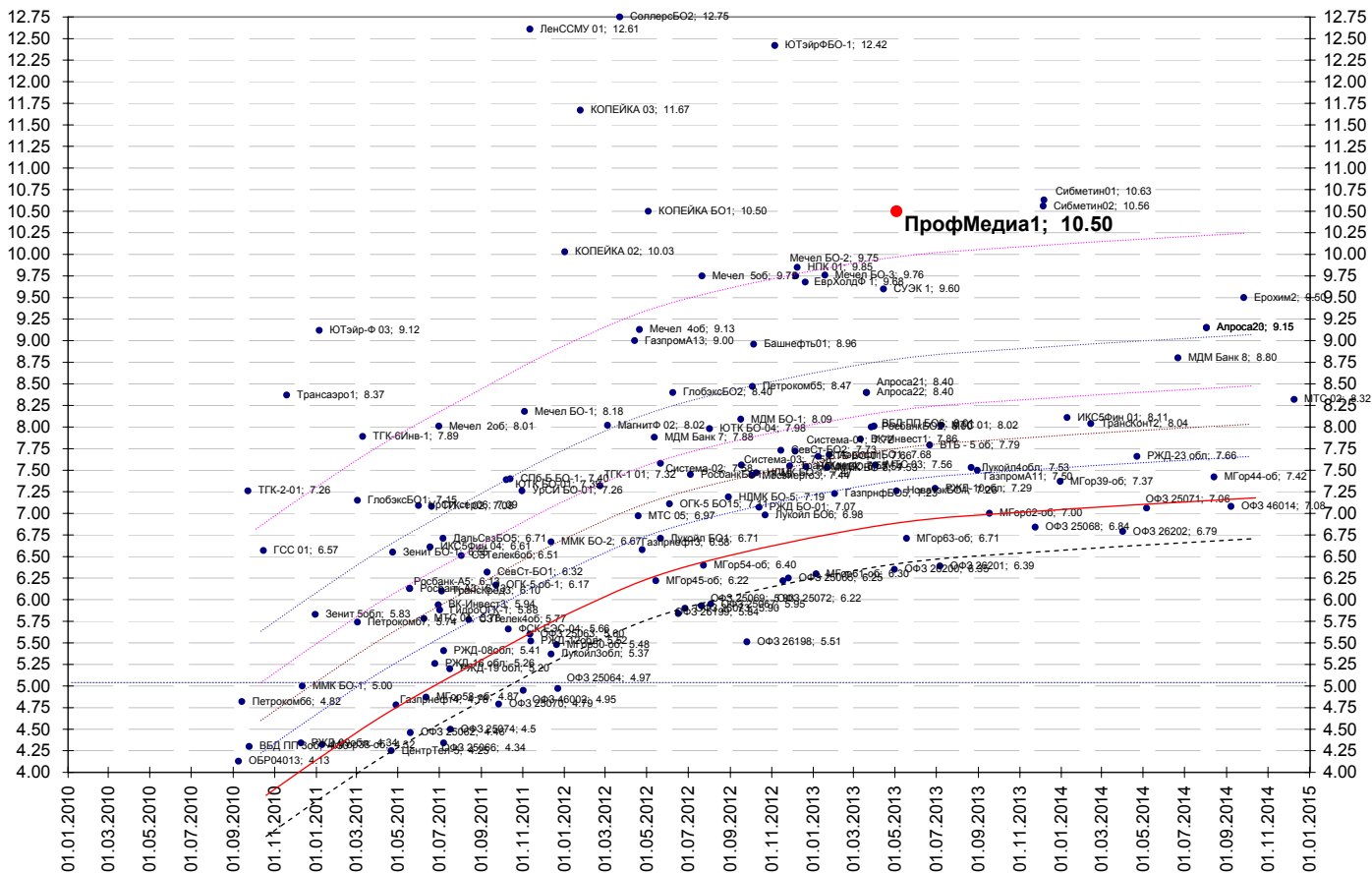
Финансовые результаты группы Профмедиа по МСФО, млн. руб.

	2007	2008	2009	Изменение 2009 к 2008	1К2010 неаудир
Выручка	10 945	15 475	16 113	+4%	4 998
в т.ч. рекламная выручка	5 501	8 807	8 356	-5%	1 738
ЕБИТДА	3 348	3 846	5 722	+49%	
Чистая Прибыль	(25)	(6 559)	(222)		759
Активы	42 184	52 583	52 308	-0.5%	
Нематериальные активы	22 886	31 357	31 196	-0.5%	
Гудвил	10 465	10 295	11 288	+9.6%	
Денежные средства	2 572	1 576	1 502	-4.6%	
Финансовый долг	9 069	6 368	7 088	+11%	
длинный	2 250	3 667	2 839	-22%	
в т.ч. займы от акционеров	542	2 321	1 689	-27%	
короткий	6 819	2 701	4 249	+57%	
в т.ч. займы от акционеров	1	1 067	3 207	+200%	
Субординированный долг	-	1 361	2 315	+70%	
Совокупный долг	9 069	7 729	9 403	+21.6%	
Задолженность по операционному лизингу	2 761	4 028	5 585	+38.6%	
Расширенный совокупный долг	11 830	11 757	14 988	+27.5%	
Чистый долг*	9 258	10 181	13 486	+32.5%	
Собственные средства	23 371	33 038	30 730	-7%	
Рентабельность по ЕБИТДА	30.6%	24.8%	35.5%		
Рентабельность по чистой прибыли	-	-	-		
Совокупный долг / ЕБИТДА	2.7	2.0	1.6		
Расширенный совокупный долг/ЕБИТДА	3.5	3.0	2.6		
Чистый долг/ЕБИТДА	2.8	2.6	2.3		
ЕБИТДА/проценты	3.3	4.9	6.3		
Капитал/Активы	0.55	0.63	0.59		

*- Чистый долг = Расширенный совокупный долг - Денежные средства

Карта рублевого рынка

Примечание: Красная кривая построена по фишкам, входящим в список РЕПО и А1, синяя – по фишкам, входящим в другие списки, черная – кривая ОФЗ



ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10
Т: +7(495) 232 9966
Ф: +7(495) 956 4700
<http://www.open.ru>
e-mail: info@open.ru
Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL
London, United Kingdom
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
104 Amathountos Str.,
SeasonsPlaza, P.C. 4532,
Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
www.otkritiefinance.com.cy
e-mail: infomail@open.ru

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Goethestrasse 10
60313 Frankfurt am Main, Germany
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com

ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ
Управляющий директор

МИХАИЛ АВТУХОВ
Управляющий директор

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ
Начальник управления
доб. 1628
malinovskiy@open.ru

ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ
Заместитель начальника
управления,
российский рынок
доб. 1637
vorobiev@open.ru

ОЛЬГА НИКОЛАЕВА
Аналитик,
российский рынок
доб. 1577
nikolaeva-o@open.ru

ОЛЬГА ЛЯКИНА
Аналитик,
еврооблигации
доб. 1589
lyakina@open.ru

СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ
Заместитель начальника
управления,
кредитный анализ
доб. 1816
credit_research@open.ru

МАКСИМ ГРЕЦОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

ОЛЕГ ТАРАСОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

МИХАИЛ ХАЗАН
Начальник управления
+7 (495) 234 44 09
khazan@open.ru

АНТОН КИХАЕВ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 234 05 96
kikhaev@open.ru

ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 777 56 03
golden@open.ru

ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 11
dergachev@open.ru

СУХРОБ БАБАДЖАНОВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 07
sukhrob@open.ru

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

АННА ВАСИЛЕВСКАЯ
Менеджер по продажам
+44 (0) 207 826 8234
anna.vasilevska@otkritie.com

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ДМИТРИЙ БАРКОВ
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1548
barkov@open.ru

РОСТИСЛАВ КУЛАК
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1713
kulak@open.ru

РОБЕРТ СМАКАЕВ
Начальник управления
организации эмиссий
доб. 1109
smakaev@open.ru

ШАГЕН БАХШИЯН
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1590
shagen@open.ru

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.