

Обыкн	СТСМ US
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$13.16
Целевая цена	\$22.75 > \$18.50
Потенциал	41%
Свободное обрац.	35%
Капитализация	\$2,030 млн.
Ст-ть предпр.	\$1,825 млн.
ADT (100 дней)	\$7.0 млн.

Цена на 10 февраля 2010

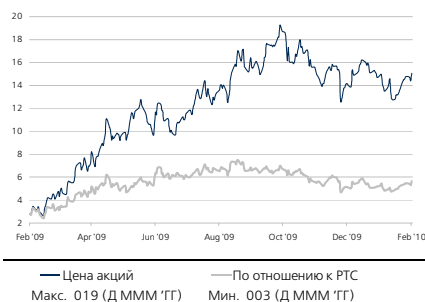
### Важнейшие показатели

	2008	2009о	2010о	2011о
<b>Финансовые показатели (US GAAP), \$ млн.</b>				
Выручка	640	499	608	677
ЕБИТДА	280	205	237	257
Операц. приб.	267	166	222	240
Чистая прибыль	22	116	163	177
EPS, \$	1,16	0,76	1,07	1,16
<b>Рентабельность</b>				
по ЕБИТДА	44%	41%	39%	38%
по операц. приб.	42%	33%	36%	35%
по чист. приб.	28%	23%	27%	26%
<b>Коэффициенты</b>				
Цена / выручка	3,2	4,1	3,3	3,0
Ст. предпр./ЕБИТДА	7,2	9,5	7,7	6,5
Цена / прибыль	11,4	17,3	12,3	11,3
Цена / ден. поток	10,8	17,9	11,4	10,4
<b>Рост</b>				
Выручка	36%	-22%	22%	11%
ЕБИТДА	27%	-27%	16%	8%
EPS	29%	-34%	41%	8%

### Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Common	2.5	-1.9	10.7	1.0
По отношению к РТС	-15.4	-21.3	-29.8	-8.0

### Динамика цены акций, \$



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

## СТС Медиа

### Все начинает складываться

**Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции СТС Медиа и видим у них потенциал роста, даже исходя из менее оптимистичных, чем прежде, прогнозов расширения бизнеса. Мы полагаем, что их динамика будет лучше, чем рынка в целом, поскольку многие опасения постепенно ослабевают, а со временем могут появиться факторы, способные придать акциям импульс к росту. Целевая цена акций СТС Медиа понижена с \$22,75 до \$18,50 ввиду более консервативной оценки перспектив рынка телевизионной рекламы и наличия рисков, связанных с неопределенностью в отношении того, создаст ли группа собственное агентство по продаже рекламного времени и какой будет его стратегия с 2011 года.**

- Мы полагаем, что рынок ТВ-рекламы будет расти и в 2010 году, и в 2011, несмотря на изменения в законодательстве, вступившие в силу в конце 2009 года. По нашим прогнозам, рост составит 7,2% в 2010 году и 9,4% в 2011. Мы исходим из того, что, заложив расценки на рекламу в последние четыре месяца года на 12% выше, чем в 2009 году, Видео Интернешнл сделала ставку на восстановление потребительского спроса (цены в январе – августе в среднем на 10% ниже уровня годичной давности). В результате, ограниченность рекламного времени позволит дополнительно повысить цены, как только компании захотят увеличить рекламные объемы. Соответственно, наш текущий прогноз может оказаться заниженным.
- По-прежнему неясно, каким образом СТС Медиа будет продавать рекламу на своих каналах, но мы полагаем, что внимательное изучение разных сценариев гарантирует выбор, который обеспечит наибольшую экономическую выгоду. В любом случае, себестоимость продажи рекламы, на наш взгляд, должна снизиться, и если СТС Медиа сохранит отношения с Видео Интернешнл, то мы ожидаем сокращение комиссионных последнего. В этом случае фактические показатели СТС Меди могут оказаться выше наших оценок, т. к. пока мы исходим из сохранения нынешнего уровня комиссионных до конца 2014 года.
- Мы считаем, что рынок уже учел все отрицательные перемены последних нескольких месяцев. До конца мая новости о создании агентств по продаже рекламы должны оказать поддержку акциям СТС Медиа.
- Публикация результатов СТС Медиа за 4К09 и за весь 2009 год ожидается 26 февраля. Инвесторы уже ожидают хороших данных, и все же фактическая динамика может стать приятным сюрпризом и придать акциям компании новый импульс к росту.
- Мы снизили целевую цену акций СТС Медиа до \$18,50, учитывая новую ситуацию на рынке ТВ-рекламы и повышение средневзвешенной стоимости капитала компании до 12,8% ввиду неопределенности перспектив на 2011 год. Тем не менее рекомендация прежняя – ПОКУПАТЬ: акции СТС Медиа мы считаем лучшими в медийном секторе.

**Анна Лепетухина** +7 (495) 933 9835  
Anna\_Lepetukhina@troika.ru

**Евгений Голосной** +7 (495) 933 9834  
Evgeny\_Golossnoy@troika.ru

## Почему покупать надо сейчас?

На наш взгляд, сейчас самое время для покупки акций СТС Медиа: мы считаем, что они дешевы. Это может показаться рискованным, ведь результаты за 2009 год будут опубликованы только 26 февраля, но мы считаем, что риск оправдан. По нашим прогнозам, акции компании сильно вырастут в цене, и лучше купить их уже сейчас, чтобы получить максимальный доход на инвестиции..

В пользу покупки акций СТС Медиа на текущих уровнях есть пять аргументов.

### АРГУМЕНТ 1: АКЦИИ КОМПАНИИ ДЕШЕВЛЕ АНАЛОГОВ С РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

СТС Медиа оценена с коэффициентом "стоимость предприятия / EBITDA 2010o" в 7,7 и с коэффициентом "стоимость предприятия / EBITDA 2011o" в 6,5, что предполагает дисконт соответственно в 15% и 17% к среднему для аналогов с развивающихся рынков. На наш взгляд, такой дисконт неоправдан, если учесть перспективы роста компании. Мы полагаем, что акции СТС Медиа должны оцениваться как минимум наравне с аналогами.

### СТС Медиа и сопоставимые компании

	Страна (регион)	Код	Цена, \$	Рын. кап. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/S		EV/EBITDA		P/E		Рост в ср. в год 2009–2012o		
						10o	11o	10o	11o	10o	11o	Выручка	EBITDA	Чист. приб.
<b>СТС Медиа</b>	<b>Россия</b>	<b>СТСМ US</b>	<b>13,15</b>	<b>2 001</b>	<b>1 895</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>22,3</b>	<b>12,3</b>	<b>16,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>32,6%</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>														
Central European Media Enterprises	Центр. и Вост. Европа	CETV US	26,27	1 669	2 790	3,4	3,0	17,3	11,4	>100	27,4	12,3%	56,6%	–
Television Broadcasts	Гонконг	511 HK	4,79	2 097	1 929	3,5	3,3	9,1	8,4	15,1	13,8	4,8%	8,9%	11,1%
ZEE Entertainment Enterprises	Индия	Z IN	5,53	2 402	2 466	5,2	3,7	19,2	12,5	–	16,4	16,9%	19,3%	20,4%
Sun Network	Индия	SUNTV IN	7,90	3 113	3 057	8,8	7,6	12,4	10,6	23,7	19,7	16,2%	18,4%	22,6%
BEC World	Таиланд	BEC TB	0,66	1 327	1 228	4,3	4,1	7,3	7,0	14,8	13,7	6,5%	6,0%	9,4%
ABS-CBN Broadcasting Corporation	Филиппины	ABS PM	0,59	463	622	1,2	1,1	4,2	4,0	13,2	10,9	–	–	–
TVN SA	Польша	TVN PW	4,64	1 580	2 247	2,8	2,4	10,5	8,2	16,9	15,5	12,8%	17,0%	23,8%
<b>Среднее по развив. рынкам</b>						<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,8</b>	<b>16,1</b>	<b>15,6</b>	<b>11,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>17,5%</b>
<b>Развитые рынки</b>														
Antena 3 de Television	Испания	A3TV SM	9,47	1 998	2 318	2,2	2,1	13,2	10,4	17,9	14,0	8,1%	53,0%	60,6%
ITV	Великобритания	ITV LN	0,80	3 093	4 734	1,6	1,6	11,0	7,8	22,2	11,8	1,9%	34,4%	94,4%
Gestevisión Telecinco	Испания	TL5 SQ	13,34	3 289	3 533	3,2	2,9	15,0	11,5	21,7	15,9	16,8%	31,4%	46,4%
British Sky Broadcasting Group	Великобритания	BSY LN	8,35	14 645	17 547	1,9	1,8	9,6	8,4	17,5	14,5	7,8%	11,9%	19,8%
Tf1 – TV Francaise	Франция	TFI FP	16,33	3 486	4 581	1,4	1,3	16,9	10,3	34,2	16,1	4,1%	30,7%	35,8%
Nexstar Broadcasting Group	США	NXST US	4,79	136	792	2,9	2,9	8,9	11,3	68,3	–	4,4%	4,2%	-55,1%
Prosiebensat.1 Media	Германия	PSM GR	12,75	2 789	8 958	2,4	2,3	10,5	9,8	12,4	10,5	2,2%	5,9%	21,7%
Mediaset	Италия	MS IM	7,47	8 829	11 358	2,0	1,9	5,9	5,4	17,5	14,9	6,8%	9,3%	20,5%
<b>Среднее по развитым рынкам</b>						<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,9</b>	<b>20,7</b>	<b>13,6</b>	<b>6,5%</b>	<b>22,6%</b>	<b>30,5%</b>
<b>Среднее по миру</b>						<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,2</b>	<b>18,7</b>	<b>14,0</b>	<b>8,4%</b>	<b>19,3%</b>	<b>25,5%</b>

Примечание. Данные по состоянию на 9 февраля.

Источник: Bloomberg, Thomson, Тройка Диалог

### АРГУМЕНТ 2: ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА ТВ РЕКЛАМЫ В 2010 ГОДУ СТАЛИ БОЛЕЕ ОПРЕДЕЛЕННЫМИ

В ноябрьском обзоре "СТС Медиа – Игра в долгую" мы писали, что перспективы рынка телевизионной рекламы весьма туманны, а в конце 2009 года ситуация еще более осложнилась после внесения поправок в Закон "О рекламе". За один день Дума приняла в трех чтениях поправки, запрещающие федеральным каналам заключать договора с продавцами телевизионной рекламы, доля которых на рынке телевизионной рекламы превышает 35%. В связи с этим мы полагали, что неопределенность в отношении рыночной ситуации в 2010–2011 годах окажет давление на котировки. Однако в конце прошлого года ФАС прояснила ситуацию, сообщив, что поправки вступят в силу только с 2011 года, и рекламодатели поспешили подписать контракты – Видео Интернешнл заключила договора почти со всеми крупными рекламодателями, и лишь с некоторыми переговоры еще продолжаются.

Поскольку перспективы рынка телевизионной рекламы в 2010 году стали более очевидными, мы полагаем, что он может показать рост, хотя в целом ситуация будет зависеть от восстановления потребления. Мы немного снизили прогнозы на текущий год, и теперь ожидаем, что объем рынка в рублевом выражении увеличится 7,2%, а не на 9,3%, как мы считали ранее. Этот прогноз может быть превышен, если экономика будет восстанавливаться быстрее – и,

соответственно, увеличатся расходы на рекламу. В таком случае рекламное время будет продаваться по более высоким ценам, чем оговорено в действующих контрактах, но это, вероятно, произойдет ближе к 2П10.

**АРГУМЕНТ 3: ОПАСЕНИЯ ТОГО, ЧТО УЖЕСТОЧИТСЯ КОНКУРЕНЦИЯ ЗА ДОЛЮ РЫНКА И РЕКЛАМНЫХ РАСХОДОВ, ОСЛАБИЛИ – ТЕПЕРЬ БОЛЕЕ ВЕРОЯТНО, ЧТО СТС МЕДИА ОПЕРЕДИТ РЫНОК**

Учитывая последние события, связанные с Национальной Медиа Группой (она контролирует каналы РЕН ТВ и “Петербург – Пятый канал”), мы стали осторожнее оценивать способность СТС Медиа существенно опередить рынок. Видео Интернешнл стала эксклюзивным агентством по продаже рекламы Национальной Медиа Группы, а кроме того, нас обеспокоило то, что проводимая группой реструктуризация нацелена на увеличение доли аудитории и повышение эффективности каналов. Мы ожидали, что в начале 2010 года эти каналы представят новую сетку программ и это окажет дополнительную поддержку продаже рекламного времени. Судя по всему, этого не произошло, и наши опасения ослабли, во всяком случае в отношении 2010 года. Также планировалось перепрофилирование телеканала “Спорт” (вместо него должен был появиться развлекательный канал “Россия-2”). Несмотря на смену названия, программная сетка пока не изменилась, и канал по-прежнему показывает спортивные программы.

**АРГУМЕНТ 4: ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СТС МЕДИА УЛУЧШАТСЯ НЕЗАВИСИМО ОТ ТОГО, КАКИМ ОБРАЗОМ КОМПАНИЯ БУДЕТ ПРОДАВАТЬ РЕКЛАМНОЕ ВРЕМЯ**

Мы полагаем, что в итоге СТС Медиа выберет наиболее выгодный для себя вариант. Вне зависимости от того, создаст ли она собственное подразделение по продаже рекламного времени или продлит контракт с Видео Интернешнл, должны будут снизиться расходы, связанные с продажей рекламного времени, т. к. в изменившихся условиях рынок будет поделен между четырьмя (максимум пятью) игроками. Таким образом, даже если СТС Медиа продолжит сотрудничать с Видео Интернешнл, комиссионные выплаты снизятся, что положительно скажется и на выручке, и на рентабельности по EBITDA. Анализ чувствительности, который мы представим на стр. 10, показывает, как снижение комиссионных на один процентный пункт влияет на целевую цену акций СТС Медиа.

**АРГУМЕНТ 5: МЫ ОЖИДАЕМ НЕСКОЛЬКО КРАТΟΣРОЧНЫХ КАТАЛИЗАТОРОВ РОСТА**

По нашему мнению, до конца полугодия должно появиться несколько факторов, которые смогут придать акциям импульс к росту.

- **Публикация финансовой отчетности.** В пятницу 26 февраля СТС Медиа планирует представить результаты за 4К09 и 2009 год. Инвесторы уже ожидают хороших данных, и все же фактическая динамика может стать приятным сюрпризом и придать акциям компании новый импульс к росту. Мы также полагаем, что результаты за 1К10, которые должны выйти в конце апреля, покажут, что компания по-прежнему может опережать рынок, и, соответственно, поспособствуют росту котировок.
- **Агентство по продаже рекламы.** В ближайшие четыре месяца должна появиться информация о создании агентств по продаже рекламы, и мы, наконец, сможем понять, как будет поделен рынок ТВ-рекламы. На наш взгляд, телекомпании примут решение еще до лета, поскольку для создания собственных подразделений по продаже рекламы потребуется время. Предварительные продажи рекламного времени начинаются в сентябре, поэтому нельзя откладывать решение до конца лета. Но прежде мы ожидаем, что ФАС представит дополнительные разъяснения поправок в Закон “О рекламе”, т. к. некоторые из них вызывают вопросы, которые необходимо решить до того, как телекомпании начнут создавать собственные подразделения по продаже рекламы или вести переговоры с другими агентствами.

## ВОЗМОЖНЫЕ ДИВИДЕНДЫ

Мы не считаем возможность получения дивидендов полноценным аргументом в пользу приобретения акций, но в качестве дополнительного “плюса” отметим, что СТС Медиа может выплатить дивиденды за 2009 год. Вероятность дивидендов весьма высока: по нашим оценкам, компания накопила значительный объем денежных средств – около \$104 млн., а долг, который предстоит погасить в июне 2010 года, составляет всего \$28,25 млн. В ближайшее время СТС Медиа не планирует серьезных приобретений (хотя и может их рассматривать), поэтому она может направить половину накопленных денежных средств на выплату дивидендов общим объемом \$52 млн., или около 45% прогнозной чистой прибыли за 2009 год. В этом случае дивиденды составят \$0,34 на акцию, а дивидендная доходность – 2,6%.

## Перспективы рекламного рынка

По предварительным оценкам, российский рынок рекламы сократился в 2009 году на 27,5% в рублевом выражении (и на 43,3% в долларовом), т. е. сильнее, чем экономика в целом. По нашим оценкам, расходы на рекламу в процентном отношении к ВВП упали с 0,64% в 2008 году до 0,47% в 2009.

Экономисты Тройки Диалог ожидают, что в 2010 году экономика начнет восстанавливаться и рост ВВП составит не менее 5%. Это значит, что рынок рекламы также может вырасти, но пока неясно, будет ли этот рост таким же опережающим, каким было падение. Мы считаем, что рынку потребуется больше времени, чтобы вернуть утраченные позиции, и хотя отношение рекламных расходов к ВВП будет постепенно возвращаться к докризисному уровню, оно едва ли достигнет его до 2014 года.

### Российский рынок рекламы и макроэкономические индикаторы

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
<b>Расходы на рекламу, млрд. руб.</b>	228,5	267,0	193,6	213,0	243,8	286,5	333,2	384,2
<i>Изменение за год</i>	26,4%	16,8%	-27,5%	10,0%	14,5%	17,5%	16,3%	15,3%
Средний курс рубля к доллару	25,6	24,9	31,8	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0
<b>Расходы на рекламу, \$ млн.</b>	8 926	10 740	6 095	7 350	8 413	9 885	11 496	13 258
<i>Изменение за год</i>	34,1%	20,3%	-43,3%	20,6%	14,5%	17,5%	16,3%	15,3%
<b>Номинальный ВВП, \$ млрд.</b>	1 289	1 670	1 300	1 500	1 650	1 797	1 949	2 104
<b>Рост реального ВВП</b>	8,1%	5,6%	-7,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Расходы на рекламу, % ВВП</b>	0,69%	0,64%	0,47%	0,49%	0,51%	0,55%	0,59%	0,63%

Источник: АКАР, Тройка Диалог

На наш взгляд, в 2010 году рекламный рынок вырастет на 10,0% в рублевом выражении, а отношение его объема к ВВП составит 0,49%. Мы полагаем, что после резкого падения, которым ознаменовался 2009 год, начнется постепенное восстановление, но не быстрый рост, поскольку производители потребительских товаров и телекоммуникационные компании, а также автомобильные компании – крупнейшие рекламодатели в России, на долю которых приходится большая часть объема расходов на рекламу, – все еще жестко контролируют расходы, чтобы избежать дальнейшего снижения рентабельности. Поскольку маркетинг является значительной статьей расходов таких компаний, мы полагаем, что в бюджетах на 2010 год маркетинговые расходы заложены на уровне прошлого года а и если их повышение в абсолютном выражении к прошлогодним уровням и предполагается, то оно будет незначительным.

Вероятность того, что наши прогнозы завышены, очень мала, и они могут быть повышены, если рост экономики и потребления окажется значительнее, чем ожидается. Все же пока мы придерживаемся консервативного подхода, ведь год только начался, и по-прежнему полагаем, что по его итогам рынок рекламы увеличится всего на 10,0% в рублевом выражении, а в 2011 году – на 14,5%. Наши прогнозы могут быть повышены ближе к середине года.

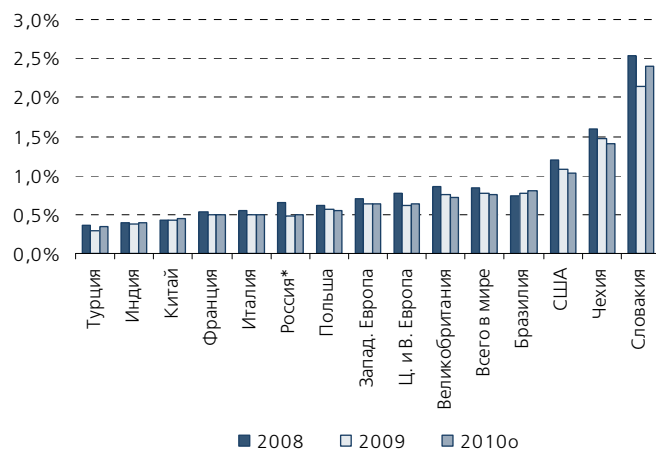
Придать рынку импульс к росту в 2010 году также могут рекламодатели, которые в прошлом году не размещали рекламу. По данным TNS Media Intelligence, число рекламодателей сократилось на 11% к уровню годичной давности: с 35 871 в 2К08 до 40 132 в 2К09 (последний квартал, для которого собрана статистика). Рекламодатели могут вновь активизироваться в ожидании подъема. Впрочем, учитывая высокую концентрацию рекламного рынка, это второстепенный фактор.

### РЫНОК РЕКЛАМЫ В РОССИИ И В ДРУГИХ СТРАНАХ

В России уровень расходов на рекламу в процентном отношении к доходам ниже, чем в других странах, но мы считаем, что разрыв недостаточно велик, чтобы ожидать столь же значительного роста, какой наблюдался в предшествующие годы (в 2002–2008 годах – в среднем на 25% в год), или полагать, что рекламный рынок будет опережать в росте экономику. Согласно расчетам ZenithOptimedia, в 2008 году мировые расходы на рекламу составили 0,84% глобального ВВП, в 2009 году это отношение сократилось до 0,77%, а в 2010, как ожидается, составит 0,75% (и останется на этом уровне в 2011 году).

В ряде стран расходы на рекламу превышают 1% от ВВП (в основном это страны Центральная и Восточной Европы, такие как Чехия, Словения и Словакия), но это исключение из общего правила, и мы не видим причин полагать, что в России рекламные расходы в процентном отношении к доходам составят более 1%. Однако мы все же полагаем, что расходы на рекламу в ближайшие пять лет могут увеличиваться в среднем более чем на 10%: по нашим оценкам, за 2009–2014 годы средний годовой рост рынка составит 14,7%, и к 2014 его объем достигнет 0,63% от ВВП. Роста рекламного рынка в России будет ниже, чем в предыдущие годы, но выше, чем во многих других странах.

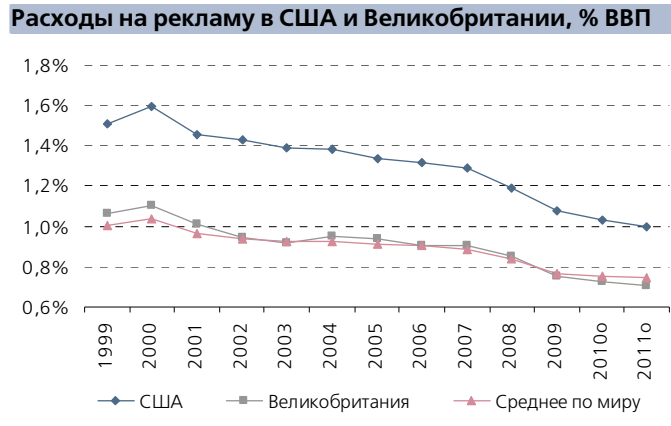
#### Расходы на рекламу, % ВВП



\* Оценка Тройки Диалог.

Источник: ZenithOptimedia, Тройка Диалог

Мнение о том, что уровень расходов на рекламу не будет превышать 1% от ВВП, подтверждается данными по другим странам. В США, где уровень рекламных расходов считается высоким, их отношение к ВВП начало сокращаться еще за год до кризиса. В 2000 году доля рекламных расходов в США достигала 1,60%, к 2008 году она снизилась до 1,18%, и, как ожидается, продолжит уменьшаться.



Источник: ZenithOptimedia

В целом, мы ожидаем, что в 2010 году рынок рекламы восстановится, но рост будет не столь быстрым, как падение в 2009 году.

#### РЫНОК ТЕЛЕВИЗИОННОЙ РЕКЛАМЫ: ИСТОЧНИКИ РОСТА

Российский рынок телевизионной рекламы оказался сравнительно устойчивым в период общего спада, но мы считаем, что его восстановление будет медленнее, чем в других сегментах медиа-рынка. При этом мы не ожидаем дальнейшего падения и полагаем, что даже в 2011 году, когда цены могут снизиться, рынок вырастет благодаря увеличению объемов.

Нынешний год будет последним, когда Видео Интернешнл доминирует на рынке, и мы думаем, что компания постарается получить от рекламодателей как можно больше. Условия контрактов с рекламодателями подтверждают наше мнение о том, что Видео Интернешнл делает ставку на восстановление потребительских расходов 2010 году, ожидая, что ближе ко второму полугодю компании начнут увеличивать объемы рекламы. Рекламное время ограничено, поэтому расценки на дополнительные объемы будут существенно выше, чем прописано в контрактах. Генеральный директор Видео Интернешнл Сергей Васильев недавно заявил, что цены на последние четыре месяца 2010 года будут примерно на 12% выше, чем в 2009. На сколько именно подорожают дополнительные объемы рекламы, покажет время.

Контрактные цены на январь – сентябрь 2010 года приблизительно на 10% ниже, чем годом ранее, а значит, по результатам года цены могут выйти на уровень прошлого года. Однако тот факт, что такие крупные рекламодатели, как Danone, Unilever и МТС до сих пор не заключили контракты на 2010 год, позволяет предположить, что рынок телевизионной рекламы в 1К10 не обвалится. Эти компании не смогли согласовать условия контрактов на год, но не могут допустить, чтобы их реклама исчезла с телеэкранов. Поэтому они заключают рекламные договора каждый месяц – и платят гораздо больше, чем если бы это были годовые контракты. Три названные компании входят в десятку крупнейших рекламодателей, и мы полагаем, что в 1К10 рынку ТВ рекламы не угрожает спад.

Итак, мы ожидаем, что в 2010 году рынок телевизионной рекламы вырастет как минимум на 7,2% в рублевом выражении, причем этот прогноз может оказаться заниженным.

Перспективы 2011 года менее определены: к тому времени, вероятно, будет создано несколько агентств по продаже рекламы, компаниям станет проще вести переговоры, в результате чего можно ожидать снижение расценок на рекламу. Масштабы снижения будут зависеть от политики каждого из агентств и макроэкономической ситуации в стране. Если цены будут снижаться, то рекламодатели, вероятно, увеличат объемы ТВ-рекламы. Это поддержит рынок и будет способствовать его росту (наш прогноз – на 9,4% в рублевом выражении).

В дальнейшем, мы полагаем, что увеличение и рекламных объемов, и цен на рекламу будут стимулировать рост рынка ТВ-рекламы (по нашим прогнозам, он вновь превысит 10% в год).

### Рынок ТВ-рекламы

	2007	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
<b>Расходы на ТВ-рекламу, млрд. руб.</b>	112,5	137,6	112,3	120,3	131,7	149,0	166,6	185,6
<i>Изменение за год</i>	31,0%	22,3%	-18,4%	7,2%	9,4%	13,1%	11,8%	11,4%
Средний курс рубля к доллару	25,6	24,9	31,8	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0
<b>Расходы на ТВ-рекламу, \$ млн.</b>	4 395	5 535	3 535	4 153	4 543	5 140	5 748	6 403
<i>Изменение за год</i>	39,0%	26,0%	-36,1%	17,5%	9,4%	13,1%	11,8%	11,4%
<b>ТВ-реклама / всего рекламн. расходы</b>	49%	52%	58%	57%	54%	52%	50%	48%
<b>Расходы на ТВ-рекламу, % ВВП</b>	0,34%	0,33%	0,27%	0,28%	0,28%	0,29%	0,30%	0,30%

Источник: АКАР, Тройка Диалог

### КАК БУДЕТ ПРОДАВАТЬСЯ РЕКЛАМНОЕ ВРЕМЯ С 2011 ГОДА?

Это главный вопрос, стоящий перед отраслью. Пока об этом судить трудно: на наш взгляд, телевещательные компании еще не выработали стратегию действий и изучают имеющиеся возможности.

Мы ожидаем, что в ближайшие четыре месяца ситуация прояснится: компаниям нужно принять решение до июня, поскольку тем из них, кто хочет создать собственные агентства по продаже рекламы, нужно достаточно времени, чтобы сделать это до сезона предварительных продаж рекламного времени, который традиционно начинается в сентябре. Мы также полагаем, что телекомпании ждут от ФАС разъяснений по принятым поправкам к Закону "О рекламе".

На диаграмме показано, как агентства смогут поделить рынок ТВ-рекламы, когда ни один продавец рекламного времени не должен будет иметь на нем 35%-й доли.

### Возможное разделение рынка между ключевыми участниками

2010		2011				
Видео Интернешнл	Газпром-Медиа/Алькасар	ВГТРК	Первый канал	Газпром-Медиа/Алькасар	Видео Интернешнл	СТС Медиа
Совокупная доля аудитории 63,1%	Совокупная доля аудитории 24,1%	Совокупная доля аудитории 18,9%	Совокупная доля аудитории 18,9%	Совокупная доля аудитории 24,1%	Совокупная доля аудитории 12,1%	Совокупная доля аудитории 13,2%
ТВ-3 MTV 2x2 7TV Муз ТВ РЕН ТВ Петербург-5 канал  СТС Домашний ДТВ	НТВ ТНТ ТВ Центр	Россия 1 Россия 2	Первый канал	НТВ ТНТ ТВ Центр	ТВ-3 MTV 2x2 7TV Муз ТВ РЕН ТВ Петербург-5 канал	СТС Домашний ДТВ

СТС Медиа может создать собственное подразделение по продаже рекламного времени или продлить контракт с Видео Интернешнл. Все другие варианты предполагают, что совокупная доля аудитории превысит 30%, т. е. в денежном выражении составит около 35% (хотя совокупная доля аудитории у СТС Медиа составляет 13,2% в долларовом выражении, мы полагаем, что ее доля на рынке ТВ рекламы в 2009 году равнялась 18,7%).

Примечание. Совокупная доля аудитории рассчитана на основе данных за 2009 год.

Источник: TNS Gallup, Тройка Диалог

Пока неясно, сколько агентств по продаже рекламы появится на рынке в 2011, но мы считаем, что их будет как минимум четыре, а возможно и пять. Ни одно рекламное агентство не сможет работать одновременно с Первым каналом или с ВГТРК (Россия-1 и -2) и с другими каналами. Совокупная доля аудитории Первого канала и ВГТРК – по 18,9%, с включением еще одного канала (будь то РЕН ТВ и "Петербург – Пятый канал", принадлежащие НМГ, каналы Проф-Медиа или СТС Медиа) доля аудитории превысила бы 35%. У СТС Медиа доля рекламного рынка больше, чем доля аудитории. Поэтому мы уверены, что Первый канал и ВГТРК создадут собственные агентства.

## СТС Медиа сохраняет прочные позиции

### ОЖИДАЕМ ХОРОШИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ЗА 2009 ГОД

В пятницу 26 февраля СТС Медиа планирует представить результаты за 4К09 и 2009 год. Инвесторы, как и мы, ожидают хороших данных, и все же фактическая динамика может стать приятным сюрпризом и придать акциям компании новый импульс к росту. Мы полагаем, что рекламная выручка на российском рынке окажется значительно выше, чем прогнозировало руководство компании: оно ожидает снижения этого показателя в рублевом выражении на 4–6%, а по нашим оценкам, он уменьшился лишь на 1,9%.

#### Прогноз результатов СТС Медиа по US GAAP за 4К09, \$ млн.

	4К08	3К09	4К09о	к/к	г/г
<b>Выручка</b>	<b>187,3</b>	<b>106,9</b>	<b>173,6</b>	62,4%	-7,3%
Рекламная выручка	183,1	103,6	170,3	64,3%	-7,0%
СТС	111,8	65,4	107,8	64,8%	-3,6%
Домашний	19,1	10,5	19,0	81,1%	-0,6%
ДТВ	13,4	9,4	15,1	59,9%	12,2%
Региональная телесеть*	33,4	15,9	24,6	55,2%	-26,3%
Прочее	5,2	2,4	3,8	56,4%	-28,3%
Сублицензирование и прочее	4,3	3,3	3,4	1,3%	-21,2%
<b>ЕБИТДА по официальной отчетности</b>	<b>-136,1</b>	<b>38,2</b>	<b>55,3</b>	<b>44,9%</b>	–
<b>Рентабельность</b>	<b>отр.</b>	<b>35,7%</b>	<b>31,9%</b>		
<b>Скорректированная ЕБИТДА**</b>	<b>96,5</b>	<b>38,2</b>	<b>81,2</b>	<b>112,7%</b>	<b>-15,8%</b>
<b>Рентабельность</b>	<b>51,5%</b>	<b>35,7%</b>	<b>46,8%</b>		
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-89,0</b>	<b>25,9</b>	<b>36,0</b>	<b>39,3%</b>	<b>&gt;100%</b>
<b>Рентабельность</b>	<b>отр.</b>	<b>24,2%</b>	<b>20,8%</b>		
<b>Доля целевой аудитории по демографическим группам</b>					
СТС (6-54 лет)	12,3%	12,2%	12,7%		
Домашний (женская аудитория 25-60)	2,8%	3,2%	2,9%		
ДТВ (25-54 лет)	2,3%	2,3%	2,1%		

\* Совокупная рекламная выручка каналов СТС, Домашний и ДТВ в регионах.

\*\* Без учета убытка от переоценки активов на сумму \$233 млн. в 4К08 и денежных выплат Александру Роднянскому на сумму 25,9 млн. в 4К09

Источник: компания, Тройка Диалог

#### Прогноз результатов СТС Медиа по US GAAP за 2009 год, \$ млн.

	2008	2009о	Изм.
<b>Выручка</b>	<b>640,2</b>	<b>499,2</b>	-22,0%
Рекламная выручка	623,3	481,5	-22,8%
Сублицензирование и прочее	16,8	17,7	5,3%
<b>ЕБИТДА по официальной отчетности</b>	<b>47,6</b>	<b>179,2</b>	<b>&gt;100%</b>
<b>Рентабельность</b>	<b>7,4%</b>	<b>35,9%</b>	
<b>Скорректированная ЕБИТДА*</b>	<b>280,2</b>	<b>205,1</b>	<b>-26,8%</b>
<b>Рентабельность</b>	<b>43,8%</b>	<b>41,1%</b>	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>22,5</b>	<b>115,5</b>	<b>&gt;100%</b>
<b>Рентабельность</b>	<b>3,5%</b>	<b>23,1%</b>	
<b>Доля целевой аудитории по демографическим группам</b>			
СТС (6-54 лет)	11,8%	12,2%	
Домашний (женская аудитория 25-60)	2,8%	2,9%	
ДТВ (25-54 лет)	2,1%	2,2%	

\* Без учета убытка от переоценки активов на сумму \$233 млн. в 2008 и денежных выплат Александру Роднянскому на сумму 25,9 млн. в 2009.

Источник: компания, Тройка Диалог

Мы повысили оценку показателей СТС Медиа за 2009 год, поскольку целевая аудитория канала СТС увеличилась значительно, чем мы полагали (на 12,2% против 12,0%) – сказало то, что в 4К09 доля аудитории канала СТС достигла 12,7%, что совпало с повышением спроса на рекламу. В связи с этим мы ожидаем более высокого коэффициента предварительного выкупа эфирного времени (по итогам 2009 года он, по нашим оценкам, должен составить 95%) и лишь незначительного снижения расценок рекламного времени на канале СТС. Мы полагаем, что в итоге рублевая выручка от размещения рекламы на канале СТС снизилась лишь на 2,8%. На фоне резкого, 18%-го падения объема рынка ТВ-рекламы в минувшем году такое снижение

рекламной выручки на основном канале компании (его вклад в совокупный показатель СТС Медиа – более 60%) следует считать весьма обнадеживающим результатом.

Динамика остальных каналов компании (Домашнего и ДТВ) должна была быть еще лучше – не исключено, что по итогам прошлого года они сумели увеличить рекламную выручку. Такая перспектива вполне реальна: на этих нишевых каналах рекламное время пользуется спросом, и вполне вероятно, что они опередили каналы с более широкой аудиторией.

Ввиду этого мы полагаем, что консолидированная рекламная выручка СТС Медиа в рублевом выражении за 2009 год снизилась на 2,1% (в долларовом – на 22,0%).

На EBITDA по итогам 4К09 и 2009 года должна была сказаться однократная выплата \$25,9 млн. бывшему президенту компании Александру Роднянскому в рамках урегулирования судебных разбирательств, инициированных в ноябре 2009 года. Без учета этих выплат рентабельность по EBITDA по итогам 2009 года, вероятно, составила 41,1% – это выше, чем мы ранее прогнозировали. Основанием для пересмотра оценки является то, что руководство продолжает ужесточать контроль над расходами. Это позволило компании ограничить снижение рентабельности по EBITDA в 2009 году – вероятно, оно составило лишь 3 п. п.

Денежная позиция СТС Медиа в конце 2009 года, по нашим оценкам, составила почти \$104 млн., а долг – только \$28,25 млн. (его предстоит погасить в июне 2010 года).

#### ГЛАВНОЕ – ЧТО БУДЕТ ДАЛЬШЕ

Мы скорректировали прогнозы показателей СТС Медиа в 2010 и последующих годах в соответствии с ожидаемым развитием ситуации на рынке телевизионной рекламы и позиций компании на нем. Мы полагаем, что СТС Медиа сосредоточит усилия на увеличении доли аудитории своих нишевых телеканалов – такая стратегия поддержит рост выручки, но отрицательно скажется на рентабельности по EBITDA.

#### Новые прогнозы, \$ тыс.

	2010о		2011о		2012о	
	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый
<b>Выручка</b>	<b>594 125</b>	<b>608 169</b>	<b>680 346</b>	<b>677 267</b>	<b>750 006</b>	<b>780 106</b>
Рекламная выручка	574 054	587 814	657 994	654 664	725 612	755 303
СТС	359 679	362 915	398 216	384 159	429 929	428 887
Домашний	63 615	68 201	75 006	81 821	85 970	104 720
ДТВ	53 635	53 270	64 096	61 850	74 340	72 471
Региональные сети	83 739	90 062	105 164	111 365	117 287	131 155
Прочее	13 386	13 365	15 512	15 469	18 086	18 070
Сублицензирование	17 968	17 951	19 945	19 925	21 740	21 718
Прочее	2 103	2 405	2 408	2 678	2 654	3 084
<b>EBITDA</b>	<b>247 663</b>	<b>237 217</b>	<b>290 787</b>	<b>256 536</b>	<b>324 459</b>	<b>300 071</b>
Рентабельность	41,7%	39,0%	42,7%	37,9%	43,3%	38,5%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>171 395</b>	<b>163 148</b>	<b>205 034</b>	<b>176 810</b>	<b>231 931</b>	<b>209 124</b>

Источник: Тройка Диалог

В оценке инвестиционной привлекательности СТС Медиа нужно ответить на следующие вопросы.

- Продолжит ли компания в 2010 году опережать свой сектор?
- Какой будет рентабельность?
- Как компания будет продавать рекламу с 2011 года?

Рассмотрим эти вопросы подробно.

#### ПРОДОЛЖИТ ЛИ КОМПАНИЯ В 2010 ГОДУ ОПЕРЕЖАТЬ СВОЙ СЕКТОР?

В конце прошлого года мы осторожно оценивали перспективы СТС Медиа на год нынешний, но теперь опасения ослабели. Мы ожидаем роста рынка ТВ-рекламы в 2010 году на 7,2% в

рублевом выражении – это немного, но наш прогноз консервативен, и не исключено, что фактический рост будет выше. В отношении СТС Медиа мы не рассчитываем, что в текущем году компания вновь будет настолько же лучше рынка, насколько в 2009. Впрочем, у нее хорошие шансы, на то, чтобы показать более высокие, чем по рынку в целом, темпы роста рекламной выручки в 2010 году. Рынок телевизионной рекламы, по нашим оценкам, за 2010 году увеличится на 7,4%, а рекламная выручка СТС Медиа в России – на 10,9%.

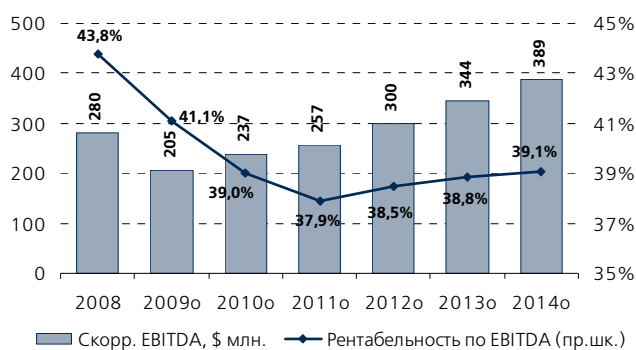
На наш взгляд, целевая аудитория каналов СТС Медиа весьма привлекательна для рекламодателей и пользуется спросом – это должно обеспечить компании более высокие темпы роста, чем в среднем по рынку. В 2009 году динамика рекламной выручки СТС Медиа была значительно лучше рынка, отчасти благодаря агрессивной маркетинговой тактике продавца (Видео Интернешнл). То, что последняя сейчас также продает рекламу для Национальной медиагруппы и, вероятно, приложит немалые усилия для реализации рекламного времени каналов группы, дает некоторый повод для беспокойства. Впрочем, мы полагаем, что значение этого фактора несколько ослабело (по меньшей мере, в 2010 году), т. к. РЕН ТВ и Петербург – Пятый канал пока не смогли подготовить новую сетку вещания, которая привлекла бы новых рекламодателей. Целевая аудитория каналов СТС Медиа гораздо привлекательнее, чем у РЕН ТВ: последний в большей степени ориентирован на мужскую аудиторию, а СТС – скорее канал для всей семьи.

Маркетинговые усилия Видео Интернешнл, а также приоритетность для СТС Медиа наращивания аудитории Домашнего и ДТВ (при сохранении доли аудитории канала СТС), по нашему мнению, должны обеспечить компании более высокие, чем по рынку в целом, темпы роста рекламной выручки.

#### **КАКОЙ БУДЕТ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ?**

В ближайшие пять лет мы ожидаем разворота тенденции к снижению рентабельности по EBITDA: в 2010–2011 годах она снизится, а затем, к 2014 году, вернется на уровень 39%. Для увеличения доли аудитории каналов “Домашний” и ДТВ. Необходим запуск новых телевизионных программ, что приведет к дополнительным вложениям в производство телевизионного контента – а это снижает рентабельность, но лишь на время.

Рентабельность по EBITDA, по нашим оценкам, достигнет “дна” на отметке около 37%. Основная статья расходов на формирование контента для СТС Медиа – амортизация программных прав. Она значительно влияет на маржу и станет основным фактором снижения рентабельности по EBITDA в 2010–2011 годах. В 2010 году объем амортизации программных прав, по нашим оценкам, составит 38% рекламной выручки за 2009 год, а в 2011 – 41,4%. Мы оценили сравнительный объем амортизации прав относительно выручки в сопоставимых компаниях и пришли к выводу, что в среднем по отрасли он составляет 40% – почти столько же, сколько у СТС Медиа. После 2011 года мы ожидаем роста рентабельности, полагая, что в ближайшие два года компания выпустит достаточно много новых передач, а поскольку они будут показываться впервые, коэффициент амортизации прав будет высоким.

**Динамика рентабельности по EBITDA**

Источник: компания, Тройка Диалог

**КАК СТС МЕДИА БУДЕТ ПРОДАВАТЬ РЕКЛАМУ С 2011 ГОДА?**

Пока нельзя с определенностью говорить о том, какую стратегию предпочтет СТС Медиа для продажи рекламы – создаст собственное подразделение продаж, объединит усилия с другими компаниями или продолжит сотрудничать с Видео Интернешнл. Мы не думаем, что руководство компании прольет свет на эти вопросы в ходе телеконференции, посвященной результатам за 2009 год. Еще рано выдвигать предположения, а гораздо реалистичнее предположить, что руководство рассматривает все три сценария, и оценить, какой из них более выгоден компании. Ясность появится позже.

В основе наших текущих оценок лежит предположение, что СТС Медиа продолжит размещать рекламу на условиях, заложенных в действующие соглашения с Видео Интернешнл, до 2014 года. Если продолжится сотрудничество с Видео Интернешнл, то комиссионное вознаграждение уменьшится из-за усиления конкуренции. Этот фактор можно рассматривать как потенциальную вероятность того, что с 2011 года фактические показатели будут выше моделируемых.

**Условия действующих соглашений с Видео Интернешнл**

	Фиксированная комиссия по валовой рекламной выручке	Гарантии Видео Интернешнл	Условия разрыва соглашения
СТС	13%	Непогашенная задолженность сроком не менее 180 дней или, если этот показатель превышен,	Уведомление за 180 дней, компенсация за досрочный выход из соглашения в размере комиссии за предыдущие шесть месяцев.
Домашний ДТВ	12%	0,05% совокупной валовой рекламной выручки.	
Региональные сети	15%		

Источник: компания

**Чувствительность целевой цены акций СТС Медиа, \$**

	Изменение ставки комиссионного вознаграждения Видео Интернешнл с 2011 года							
	-7,0%	-6,0%	-5,0%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%
	\$21,92	\$21,43	\$20,94	\$20,45	\$19,97	\$19,48	\$18,99	\$18,50

Источник: Тройка Диалог

**Чувствительность рентабельности СТС Медиа по EBITDA**

	Изменение ставки комиссионного вознаграждения Видео Интернешнл с 2011 года							
	-7,0%	-6,0%	-5,0%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%
2011	42,3%	41,7%	41,1%	40,5%	39,8%	39,2%	38,5%	37,9%
2012	42,8%	42,2%	41,6%	41,0%	40,4%	39,8%	39,1%	38,5%
2013	43,2%	42,6%	42,0%	41,4%	40,8%	40,1%	39,5%	38,8%
2014	43,4%	42,8%	42,2%	41,6%	41,0%	40,4%	39,7%	39,1%

Источник: Тройка Диалог

**Чувствительность совокупной операционной выручки СТС Медиа, \$ млн.**

	Изменение ставки комиссионного вознаграждения Видео Интернешнл с 2011 года							0,0%
	-7,0%	-6,0%	-5,0%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	
<b>2014</b>	1 071	1 060	1 049	1 038	1 027	1 016	1 005	994
<b>2013</b>	954	945	935	925	916	9 059	896	887
<b>2012</b>	840	831	823	814	806	7 972	789	780
<b>2011</b>	729	725	714	707	699	692	685	677

Источник: Тройка Диалог

**Оценка**

Мы снизили целевую цену акций СТС Медиа с \$22,75 до \$18,50, исходя из менее оптимистичных, чем прежде, прогнозов. Однако и новая целевая цена предполагает наличие 40%-го потенциала роста с текущих рыночных уровней и по-прежнему соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ. Мы полагаем, что в котировках уже учтены почти все негативные факторы, а результаты будущих периодов становится все более предсказуемой.

Мы повысили стоимость акционерного капитала СТС Медиа с 11,8% до 12,8%, применив дополнительную премию в размере 1,0% за неопределенность перспектив компании и всего рынка телевизионной рекламы в 2011 году. Таким образом, премия за риск вложения в акции СТС Медиа составила 2,0%. Мы по-прежнему исходим из того, что к концу 2010 года долга у СТС Медиа не будет, поэтому моделируемая ставка средневзвешенной стоимости капитала эквивалентна стоимости акционерного капитала.

Кроме того, мы учли увеличение числа акций до 154,2 млн. после допэмиссии для реализации опциона Александром Роднянским.

**СТС Медиа: краткая модель ДПДС, \$ тыс.**

	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
Свободные денежные потоки	135 848	164 579	203 520	221 928	266 607
Ставка дисконтирования	-0,1	0,9	1,9	2,9	3,9
Дисконтированные денежные потоки	137 692	147 949	162 213	156 882	167 154
Приведенная стоимость денежных потоков	771 890	Безрисковая ставка доходности		5,8%	
Долгосрочные темпы роста	3,5%	Премия за риск вложения в рос. акции		5,0%	
Дисконтированная терминальная стоимость	1 870 316	Премия за риск вложения в акции компании		2,0%	
Стоимость предприятия	2 642 206	Стоимость акционерного капитала		12,8%	
Денежные средства	221 495	<b>Расчет средневзвешенной стоимости капитала</b>			
<b>Акционерный капитал</b>	<b>2 853 701</b>	<b>Рыночная капитализация, \$ млн.</b>		2 028	
Число выпущенных акций	154 227 746	Стоимость акционерного капитала		12,8%	
<b>Целевая цена, \$ / акция</b>	<b>18,50</b>	Доля собственных средств		100%	
		<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>		12,8%	

Примечание. Данные по состоянию на 9 февраля 2010 года.

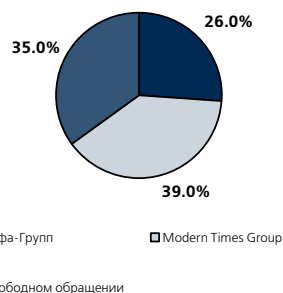
Источник: Тройка Диалог

**Зависимость целевой цены акций СТС Медиа от средневзвешенной стоимости капитала и долгосрочных темпов роста, \$**

		Средневзвешенная стоимость капитала							
		9,8%	10,8%	11,8%	12,8%	13,8%	14,8%	15,8%	16,8%
Долгосрочные темпы роста	<b>2,0%</b>	22,50	20,10	18,20	16,66	15,38	14,30	13,39	12,59
	<b>2,5%</b>	23,67	20,99	18,90	17,21	15,83	14,68	13,70	12,86
	<b>3,0%</b>	25,02	22,00	19,67	17,83	16,32	15,08	14,03	13,14
	<b>3,5%</b>	26,59	23,15	20,54	<b>18,50</b>	16,86	15,52	14,39	13,44
	<b>4,0%</b>	28,43	24,46	21,52	19,26	17,46	16,00	14,79	13,77
	<b>4,5%</b>	30,61	25,99	22,64	20,10	18,12	16,53	15,22	14,12
	<b>5,0%</b>	33,26	27,78	23,92	21,06	18,86	17,11	15,68	14,51

Источник: Тройка Диалог

## Структура собственности



## Финансовые показатели (US GAAP), \$ млн.

	2008	2009о	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>							
<b>Выручка</b>	<b>640</b>	<b>499</b>	<b>608</b>	<b>677</b>	<b>780</b>	<b>886</b>	<b>994</b>
Себест. реализации	(276)	(235)	(294)	(335)	(380)	(426)	(475)
Валовая прибыль	364	264	314	342	400	460	520
Валовая рентаб.	56,9%	53,0%	51,6%	50,5%	51,3%	51,9%	52,2%
Общ., ком. и админ. расх.	(97)	(98)	(92)	(102)	(118)	(134)	(151)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>48</b>	<b>179</b>	<b>237</b>	<b>257</b>	<b>300</b>	<b>344</b>	<b>389</b>
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	<b>280</b>	<b>205</b>	<b>237</b>	<b>257</b>	<b>300</b>	<b>344</b>	<b>389</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	43,8%	41,1%	39,0%	37,9%	38,5%	38,8%	39,1%
Амортизация	(13)	(13)	(16)	(17)	(18)	(18)	(20)
Операц. прибыль	267	166	222	240	282	326	369
Чист. проц. доход	(3)	(4)	2	3	5	7	9
Доходы (расх.) по курс. разн.	(29)	(4)	–	–	–	–	–
Доход (убыток) от переоценки	(233)	–	–	–	–	–	–
Проч. доходы (расх.)	2	1	–	–	–	–	–
Однократные статьи	–	–	–	–	–	–	–
Прибыль до налогообл.	4	159	224	243	287	333	378
Налог на прибыль	(20)	(43)	(60)	(65)	(77)	(89)	(102)
Доля меньшинства	38	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Прекращаемая деятельность	–	–	–	–	–	–	–
<b>Чистая прибыль</b>	<b>22</b>	<b>116</b>	<b>163</b>	<b>177</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>276</b>
<b>Скоррект. чистая прибыль</b>	<b>176</b>	<b>116</b>	<b>163</b>	<b>177</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>276</b>
Чистая рентаб.	27,5%	23,1%	26,8%	26,1%	26,8%	27,4%	27,7%
<b>Доход на акцию</b>	<b>0,15</b>	<b>0,76</b>	<b>1,07</b>	<b>1,16</b>	<b>1,37</b>	<b>1,60</b>	<b>1,81</b>
<b>Скорректированный доход на акцию</b>	<b>1,16</b>	<b>0,76</b>	<b>1,07</b>	<b>1,16</b>	<b>1,37</b>	<b>1,60</b>	<b>1,81</b>
<b>Балансовый отчет</b>							
<b>Активы</b>							
Ден. ср-ва и их эквив.	98	104	212	376	580	802	1,068
Дебит. задолж-ть	34	26	32	36	41	47	52
ТМЗ	72	67	79	89	99	110	121
Проч. оборот. активы	59	51	68	81	99	119	140
Оборотные активы	263	248	391	582	818	1,076	1,382
Основные средства	544	575	611	638	670	709	753
Активы	807	823	1,002	1,220	1,489	1,786	2,135
<b>Обязательства</b>							
Краткоср. заимств.	62	28	–	–	–	–	–
Кредит. задолж-ть	41	37	43	44	51	58	65
Проч. текущ. обяз-ва	89	50	52	53	57	50	58
Всего текущ. обяз-ва	192	115	95	97	108	107	122
Долгоср. заимств.	28	–	–	–	–	–	–
Проч. долгоср. обяз-ва	39	26	35	41	50	60	71
Всего долгоср. обяз-ва	67	26	35	41	50	60	71
Обязательства	260	141	129	138	157	167	193
Доля меньшинства	2	1	3	6	7	9	11
Собств. ср-ва	545	681	869	1,076	1,324	1,610	1,931
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	807	823	1,002	1,220	1,489	1,786	2,135
<b>Чистый долг (денежные средства)</b>	<b>(7)</b>	<b>(76)</b>	<b>(212)</b>	<b>(376)</b>	<b>(580)</b>	<b>(802)</b>	<b>(1,068)</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>							
<b>Чистая прибыль</b>	<b>22</b>	<b>90</b>	<b>163</b>	<b>177</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>276</b>
Доля меньшинства	38	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Амортизация	13	13	16	17	18	18	20
Изм. оборот. капит.	47	(28)	(15)	(14)	(13)	(26)	(12)
Изм. прочих активов	103	38	11	12	21	22	23
<b>Ден. потоки от осн. деят-ти</b>	<b>186</b>	<b>112</b>	<b>175</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>257</b>	<b>306</b>
Расх. на воспр. осн. фондов	(10)	(15)	(18)	(17)	(20)	(22)	(25)
Расх. на развитие бизнеса	(409)	(25)	(21)	(10)	(12)	(13)	(15)
Прочие инвестиции	–	–	–	–	–	–	–
<b>Ден. потоки от инвест. деят.</b>	<b>(419)</b>	<b>(40)</b>	<b>(40)</b>	<b>(27)</b>	<b>(31)</b>	<b>(35)</b>	<b>(40)</b>
Изменение долга	25	(62)	(28)	–	–	–	–
Дивиденды	(6)	(4)	–	–	–	–	–
Выпуск (выкуп) акций	–	–	–	–	–	–	–
Прочие статьи	2	–	–	–	–	–	–
<b>Ден. потоки от фин. деят.</b>	<b>21</b>	<b>(66)</b>	<b>(28)</b>	–	–	–	–
Влияние курсовых разниц	3	–	–	–	–	–	–
<b>Чист. изм. ден. ср-в</b>	<b>(209)</b>	<b>6</b>	<b>108</b>	<b>165</b>	<b>204</b>	<b>222</b>	<b>267</b>
<b>Коэффициенты</b>							
Цена / прибыль	11,4	17,3	12,3	11,3	9,6	8,2	7,3
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	7,2	9,5	7,7	6,5	4,9	3,6	–
Цена / капитал	3,7	2,9	2,3	1,9	1,5	1,2	1,0
Доход на капитал	32,3%	17,0%	18,8%	16,4%	15,8%	15,1%	14,3%
Доход на вложенный капитал	29,4%	15,9%	18,9%	16,5%	16,0%	15,3%	14,6%
Дивиденды на акцию	0	0	0	0	0	0	0
Дивидендная доходность	–	–	–	–	–	–	–
Цена / выручка	3,2	4,1	3,3	3,0	2,6	2,3	2,0
Цена / денежные потоки	10,8	17,9	11,4	10,4	8,5	7,8	6,5
Рост выручки	36%	-22%	22%	11%	15%	14%	12%
Рост ЕБИТДА	27%	-27%	16%	8%	17%	15%	13%
Рост дохода на акцию	29%	-34%	41%	8%	18%	16%	14%

Источник: компания, Тройка Диалог

**Руководство компании****Председатель совета директоров  
группы компаний Тройка Диалог**

Рубен Варданян

**Главный исполнительный директор  
по управлению бизнесом**

Жак Дер Мегредичян

**Глава управления глобальных рынков**

Питер Гавами

**Главный экономист****Управляющий директор**

Евгений Гавриленков

**Аналитическое управление****(495) 258 05 11****Начальник  
управления**

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

**Стратегический анализ**

Главный аналитик Кингсмилл Бонд, CFA +44 (207) 583 32 57  
Аналитик Андрей Кузнецов (495) 933 98 44

**Нефть и газ**

Старший аналитик Олег Максимов (495) 933 98 30  
Аналитик Валерий Нестеров (495) 933 98 32  
Аналитик Алекс Фэк (495) 933 98 29

**Электроэнергетика**

Старший аналитик Александр Котиков (495) 933 98 41  
Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42  
Младший аналитик Андрей Труфанов (495) 258 05 11

**Телекоммуникации, ИТ и медиа**

Старший аналитик Евгений Голосной (495) 933 98 34  
Аналитик Анна Лепетухина (495) 933 98 35

**Металлургия**

Старший аналитик Сергей Донской, CFA (495) 933 98 40  
Старший аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39  
Аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52

**Машиностроение**

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

**Финансовый сектор**

Старший аналитик Эндрю Кили (495) 933 98 45  
Аналитик Ольга Веселова (495) 933 98 46

**Потребительский сектор**

Старший аналитик Виктория Соколова (495) 933 98 36  
Аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38  
Младший аналитик Виталий Чакин (495) 258 05 11

**Недвижимость**

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

**Химическая промышленность**

Старший аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39  
Аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52

**Транспорт**

Аналитик Кирилл Казанли (495) 933 98 53

**Компании малой и средней капитализации**

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

**Анализ рынка**

Младший аналитик Надежда Утенкова (495) 933 98 55

**Экономика**

Старший экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43

**Долговые бумаги**

Руководитель группы Александр Кудрин (495) 933 98 47  
Старший аналитик Антон Табах, CFA (495) 933 98 57  
Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66  
Аналитик Екатерина Сидорова (495) 933 98 49

**Украина**

Старший аналитик Роман Захаров +38 (044) 207 37 80  
Экономист Ирина Пионтковская  
Старший аналитик Евгений Гребенюк  
Старший аналитик Питер Келлер  
Старший аналитик Иван Харчук  
Аналитик Александр Цепенда

**Казахстан**

Аналитик Заурбек Жунисов  
Аналитик Айнур Медеубаева

## Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва  
Романов переулок, дом 4  
Тел. (495) 258 05 00  
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление (495) 258 05 11  
Операции с акциями (495) 258 05 50  
Операции с долговыми бумагами (495) 258 05 10  
Трейдера (495) 258 05 25  
Опционы (495) 258 05 55  
Структурные продукты (495) 258 05 72  
Продукты казначейства (495) 258 05 30

## Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург  
Финляндский проспект, дом 4, лит. А  
Бизнес-центр "Петровский форт"  
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

## Архангельск

Россия, 163000, Архангельск  
ул. Поморская, дом 7, оф. 321  
Тел. (8182) 420 037

## Владивосток

Россия, 690091, Владивосток  
ул. Мордовцева, дом 6  
Тел. (4232) 49 99 25; факс (4232) 49 99 26

## Волгоград

Россия, 400131, Волгоград  
ул. Мира, дом 11  
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

## Воронеж

Россия, 394000, Воронеж  
ул. Плехановская, дом 43  
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

## Екатеринбург

Россия, 620026, Екатеринбург  
ул. Куйбышева, дом 44  
Центр Международной Торговли, офис 101, 201  
Тел./факс (343) 310 70 00

## Иркутск

Россия, 664003, Иркутск  
ул. Ленина, дом 19  
Тел./факс (3952) 56 36 36

## Казань

Россия, 420107 Казань  
ул. Спартаковская, дом 6  
Офисный центр "Suvar Plaza"  
Тел./факс (843) 526 55 22

## Краснодар

Россия, 350000 Краснодар  
ул. Красная, дом 41  
Тел./факс (861) 210 6061

## Красноярск

Россия, 660049, Красноярск  
Проспект Мира, дом 26  
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

## Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны  
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)  
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

## Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород  
ул. Алексеевская, дом 10/16  
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж  
Тел. (831) 220 1949

## Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск  
Проспект Димитрова, дом 1  
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

## Пермь

Россия, 614000 Пермь  
ул. Ленина, дом 58  
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

## Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону  
ул. Красноармейская, дом 206  
Тел./факс (863) 268 88 99

## Самара

Россия, 443001 Самара  
ул. Молодогвардейская, дом 204  
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

## Тюмень

Россия, 625000 Тюмень  
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж  
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

## Уфа

Россия, 450077 Уфа  
ул. Достоевского, дом 100/1  
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

## Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск  
ул. Постышева, д. 22а  
Бизнес-центр "Хабаровск-Сити", офис 205  
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

## Челябинск

Россия, 454091, Челябинск  
ул. Пушкина, дом 60  
Тел. (351) 267 50 30; факс (351) 267 46 79

## Ярославль

Россия, 150000, Ярославль  
ул. Трефолева, дом 22  
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

## Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower  
152 West 57th Street, 44th Floor  
New York, NY 10019  
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

## Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor  
London EC4Y 1AE  
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

## Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев  
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж  
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

## Тройка Диалог Казахстан

Казахстан, Алматы  
ул. Курмангазы, дом 61а, 7 этаж  
Тел. +7 (727) 244 23 33; факс +7 (727) 244 24 41

## Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave  
Zachariades Building, Office 301  
Nicosia CY-1070  
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.