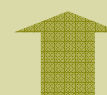


СТС Медиа

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

**Покупать
потенциал
роста
32%**
26 сентября 2007 г.

▲ Начало покрытия. Потенциал роста стоимости – 32%

Мы начинаем покрытие компании СТС Медиа, одной из крупнейших российских телевизионных корпораций. Согласно нашей оценке, справедливая стоимость акций компании составляет 29,60 долл. США за акцию, что предполагает потенциал роста текущей стоимости на 32%

▲ Российский рынок рекламы в СМИ стремительно растет

В 2006 г. российский рынок рекламы составил 6,49 млрд. долл. США и поднялся, таким образом, с 20-го (2000 г.) на 6-е место в Европе. Учитывая, что в данный момент российский рынок рекламы составляет всего 0,68% от ВВП страны (в США – 1,33%; средний показатель для стран ЕС составляет 0,79%), мы полагаем, что рынок обладает большим потенциалом роста. Основным сегментом рекламного рынка является телевизионная реклама, на которую приходится порядка 49% совокупного рекламного бюджета страны.

▲ «СТС» – четвертый по популярности телеканал в России

СТС Медиа владеет каналом «СТС» – четвертым в России по величине аудитории и уступающим лишь «Первому каналу», каналу «Россия» и «НТВ». Вещание канала «СТС» распространяется на 87% городского населения. Доля аудитории канала составляет около 10%. Сетка программ канала в основном состоит из передач развлекательного характера, что дает возможность рекламодателям обращаться к специфическим группам аудитории. Это выражается в более высокой цене на рекламное время, так как реклама, адресованная на определенную группу аудитории, как правило, более эффективна. Текущие цены на рекламное время на канале СТС являются одними из наиболее высоких на данном рынке.

▲ Канал «Домашний» – выраженная направленность, и стремительный рост

СТС Медиа так же принадлежит ориентированный на женскую аудиторию канал «Домашний». Данный проект был запущен в 2006 г., и на наш взгляд, он является очень перспективным, так как приблизительно 50% совокупного рекламного бюджета России (данные рекламного агентства Видео Интернэшнл) тратится с ориентировкой на женщин в возрасте от 25 до 50 лет. Мы полагаем, что такая адресность должна привести к стремительному росту выручки канала, которая, на наш взгляд, в 2012 г. составит 13% от выручки группы компаний против 6% в 2006 г.

▲ Приобретения в СНГ – стратегия расширения

СТС Медиа генерирует положительный свободный поток денежных средств. Мы полагаем, что кумулятивный свободный денежный поток в период с 2007 по 2012 гг. составит 1,3 млрд. долл. США. Данные средства менеджмент компании планирует потратить на текущее расширение зоны вещания и на приобретения в странах СНГ. Недавно СТС купил 60% долю казахской группы компаний «31 канал» за 65 млн. долл. США и в данный момент исследует возможность выхода на другие рынки, в частности, в Украине.

Оценка и финансовые показатели

	Выручка, тыс. долл. США	ЕБИТДА, тыс. долл. США.	Норма ЕБИТДА, %	Чистая прибыль, тыс. долл. США.	P/E(x)	EV/ЕБИТДА(x)	EV/Выручка(x)
2006A	370 834	173 964	46,9%	106 325	32,1	18,2	8,5
2007E	476 977	224 179	47,0%	134 174	25,4	14,1	6,6
2008E	648 442	298 283	46,0%	174 561	19,5	10,6	4,9
2009E	803 013	365 371	45,5%	213 987	15,9	8,7	3,9

Начальник отдела: **Филипп Таунсенд**
 Аналитик: **Сергей Васин**
 (+7495) 9333316 vasin_s@metropol.ru

Клиентские операции:

Лондон (+44020) 74396881
 Москва (+7495) 9333303

Рекомендация (Обыкновен. акции)	ПОКУПАТЬ
Расчетная цена (обыкн.), долл. США	29,6
Расчетная цена (прив.), долл. США	н/д
Текущая цена (обыкн.), долл. США	22,46
Текущая цена (прив.), долл. США	н/д
Рыночная капитализация, млн. долл. США	3 410
EV, млн. долл. США	3 170
Bloomberg	СТСМ US
Выпущенные обыкновенные акции, млн.	151,8
Максимум за 52 недели, Долл. США:	29,34
Минимум за 52 недели, Долл. США:	18,82
В свободном обращении, %	15,10%
Средний дневной объем, млн. долл. США	11,8
Динамика роста цен за последние:	
1 месяц	0,4%
3 месяца	-18,7%
12 месяцев	4,9%

Содержание

Инвестиционный сценарий	3
Риски	4
Рынок рекламы.....	5
Рынок телевизионной рекламы.....	6
Сети, телеканалы и станции	7
Основные данные.....	7
Канал «СТС».....	7
Канал «Домашний»	8
«31 канал» (Казахстан)	8
Дальнейшие приобретения в странах СНГ	10
Факторы роста выручки	10
Рост российского рынка телевизионной рекламы	10
Доли рынка и соотношение сил	12
Последние финансовые показатели по US GAAP	12
Отчет о прибылях и убытках	13
Структура выручки.....	13
Расчет прибыли	16
Баланс и поток денежных средств	18
Баланс	18
Капитальные вложения.....	19
Отчет о движении денежных средств.....	19
Акционеры	20
Оценка.....	20
ДДП.....	20
Оценка «31 канала»	22
Оценка группы аналогов	23
Приложение 1	25
Приложение 2.....	28

Инвестиционный сценарий

Значительную часть своей выручки СТС Медиа генерирует от продажи рекламного времени на двух своих телеканалах – «СТС» (крупнейший из двух) и «Домашний». Хотя сегодня российский рынок рекламы составляет приблизительно треть от аналогичных рынков Великобритании или Германии, и ½ рекламного рынка Франции, в последние 6 лет по объему рекламного рынка Россия поднялась с 20-го места в Европе на 6-е. Мы полагаем, что можно ожидать дальнейшего роста рынка, учитывая, что сейчас он составляет всего 0,69% от ВВП страны, тогда как средний аналогичный показатель для европейских стран составляет 0,79%, а аналогичный показатель США равен 1,33%.

Приблизительно 49% российского рекламного рынка составляет телевизионная реклама (в США – 33%), имеющая большую аудиторию. В России 6 наиболее популярных каналов владеют 75% рынка ТВ-рекламы, остальные 25% делят между собой остальные эфирные каналы.

Доля целевой аудитории СТС (от 6 до 54 лет) среди эфирных каналов выросла с 2,2% (2002 г.) до 13,6% в 2006 г. Доля аудитории канала в возрасте от 4 лет по состоянию на конец 2006 г. составила приблизительно 10,4%. Канал занимает четвертое место в стране по совокупному объему аудитории, несмотря на то, что более крупные телеканалы имеют в сетке вещания политические программы и новости, а СТС показывает исключительно развлекательные телепередачи. Успех СТС можно частично отнести на счет того, что канал фокусируется на популярных отечественных сериалах и ситкомах. Сеть канала покрывает 87% российских семей и имеет 17 собственных телевизионных станций, расположенных в крупнейших российских городах.

Канал «Домашний» является единственным в России телеканалом, ориентированным практически исключительно на женскую аудиторию. Доля аудитории канала в 2005 г. составила всего 1,0% от совокупного объема, но уже 1,3% от женской аудитории в группе от 25 до 60 лет (которая, в свою очередь, составляет 30% от совокупной аудитории страны). Аудитория канала, на наш взгляд имеет потенциал к увеличению, что подтверждается ее увеличением до отметки 1,9% в 1П 2007 г. Данный проект на сегодняшний день является убыточным для группы компаний. Тем не менее, мы ожидаем, что в течение 3-4 лет EBITDA канала составит 40%. Согласно оценке агентства Видео Интернешнл, 50% российского рекламного бюджета расходуется на рекламу, адресованную женщинам в возрасте от 25 до 60 лет, а 4 из 10 наиболее рекламируемых категорий продуктов предназначены также исключительно для женщин.

Факторами роста выручки СТС являются: количество рекламного времени и рост цен на телерекламу. Количество рекламного времени в России ограничено. В результате этого цены на телерекламу стабильно растут (текущий темп роста - 35% в год), а не крупные рекламодатели стремятся выйти на региональные телеканалы, где стоимость рекламного времени ниже. Рост цен в будущем, скорее всего, продолжится. В июле 2006 г. вступил в силу закон, ограничивающий количество времени, которое может быть отдано под рекламу в рамках одного часа вещания. Мы ожидаем, что СТС будет усиливать фокус на менее зрелом рынке региональной телерекламы через подконтрольные компании, а так же за счет приобретений на менее развитом рынке стран СНГ, что потенциально может стимулировать рост выручки и цены на акции компании.

Мы ожидаем, что выручка группы компаний в 2007 г. составит 477 млн. долл. США, в 2008 г. – увеличится на 29% в годовом исчислении и составит 648,4 млн. долл. США. Мы ожидаем, что в период с 2007 по 2012 гг. выручка группы компаний будет расти темпами CAGR в 25%. Несмотря на то, что, согласно нашим расчетам, в текущем году норма EBITDA группы компаний может

составить 46-47%, к 2013 г. этот показатель будет медленно снижаться и составит 41%.

СТС Медиа генерирует положительный свободный денежный поток. Согласно нашим расчетам, кумулятивный свободный денежный поток компании в период с 2007 по 2012 гг. составит 1,3 млрд. долл. США. Эти средства компания планирует потратить на развитие сети вещания и на приобретения. Недавно СТС купил 20% Казахского телеканала «31 канал» за 65 млн. долл. США. Несмотря на то, что эффект от этого на финансовых показателях за 2007 г. будет незначительным, мы полагаем, что данный актив имеет хорошие перспективы и оцениваем его в 68,6 млн. долл. США. Компания исследует и другие возможности для расширения на рынках стран СНГ, уделяя основное внимание Украине.

Учитывая нашу справедливую стоимость «Канала 31» в 0,45 долл. США за акцию, а так же полагаясь на результаты оценки дисконтированного денежного потока группы компаний и анализа суммы частей, мы определяем справедливую стоимость СТС Медиа как равную 29,60 долл. США в расчете на одну акцию. По сравнению с текущей ценой в 22,46 долл. США данная оценка предполагает потенциал роста цены в 32%. Мы даем рекомендацию «Покупать» акции компании.

Риски

СТС Медиа функционирует на зрелом рынке и потенциально доля рынка компании может упасть ниже 9%, если конкуренция и/или ценовые войны ужесточатся. С учетом данного риска мы постепенно снижаем норму EBITDA компании в нашей модели с 47 до 41%. Таким образом, мы полагаем, что данный риск не отразится на нашей оценке компании.

Другим риском является возможность сокращения доли телерекламы в совокупном рекламном рынке в случае, если другие рекламные возможности будут развиваться быстрее и эффективнее рынка телевизионной рекламы. Однако рынок рекламы растет настолько быстро, что, на наш взгляд, данный рост способен компенсировать потенциальное уменьшение доли телерекламы на этом рынке.

Российский рынок рекламы, включая телевизионную рекламу регулируется государством. Не так давно вступил в силу закон, ограничивающий время, которое может быть отдано под рекламу в рамках одного часа вещания. Любые подобные изменения потенциально являются риском для цены на акции компании, так как влияют на весь рынок в целом.

Телевизионный сезон начинается в сентябре и заканчивается в мае. Один или два раза в год в течение сезона телевизионные каналы меняют стиль и сетку вещания. Изменения в сетке вещания несут в себе риск потери аудитории и доли рынка, что может повлечь за собой снижение объемов выручки и цены на акции. «СТС» является телеканалом с устоявшейся репутацией и позицией на рынке и, на наш взгляд, в меньшей степени подвержен риску потери аудитории.

Текущая стратегия СТС подразумевает приобретения в России и СНГ. В случае, если потенциальные приобретения окажут негативный эффект на выручку компании, мы будем вынуждены пересмотреть нашу модель.

Этой осенью средства массовой информации, скорее всего, будут активно освещать подготовку к парламентским выборам, которые пройдут в декабре, а зимой – гонку перед президентскими выборами. В этих условиях и «СТС», и «Домашний», не имея политических программ в сетке вещания, могут на некоторое время потерять часть аудитории. С другой стороны, отсутствие политических программ можно рассматривать как конкурентное преимущество. Согласно российскому законодательству, основные

телеканалы обязаны предоставить ведущим политическим партиям бесплатное эфирное время. Это может привести к сокращению рекламного времени, а также к тому, что часть аудитории предпочтет каналы, не имеющие программ политического содержания. В этом случае оба канала СТС Медиа окажутся в выигрыше.

СТС Медиа в значительной степени зависит от Видео Интернешнл, единственного поставщика рекламы на телеканалы компании. В случае если соглашение с этим рекламным агентством будет разорвано, канал потеряет доступ к его базе рекламодателей. Это еще один риск для потока выручки СТС Медиа, хотя в целом монополия поставщика рекламы на данном рынке – вполне обычное явление. Однако мы ожидаем, что в будущем компания может сотрудничать с несколькими рекламными агентствами.

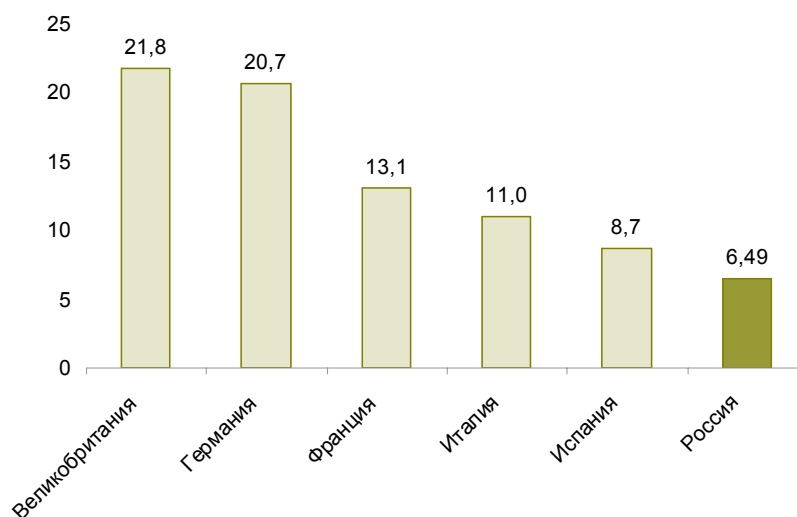
Рынок рекламы

По своему объему рекламный рынок Великобритании является крупнейшим в Европе и в 2006 г. 21,8 млрд. долл. США. Российский рынок (6,49 млрд. долл. США) менее чем за 6 лет вывел Россию с 20-го на 6-е место по данному показателю. Более того, в отличие от России, рекламный рынок в Великобритании уже прошел фазу наиболее интенсивного роста и в период с 2000 по 2006 г. рост темпами CAGR всего в 1,98%. Более того, в России рекламный рынок составляет всего 0,65% ВВП, тогда как средний показатель в странах Европы составляет 0,79%, а аналогичный показатель в США – 1,33%.

Согласно данным Ассоциации коммуникационных агентств России (АКАР), совокупный российский рынок рекламы в 2006 г. вырос с 1,33 млрд. долл. США (2001 г.) до 6,49 млрд. долл. США в 2006 г. и увеличивался в этот период темпами CAGR в 37% притом, что в одном только 2006 г. рост составил 29% в годовом исчислении.

Рисунок 1:

Шесть крупнейших по объему рынков рекламы в Европе, 2006 г., млрд. долл. США



Источник: ZenithOptimedia, АКАР, расчеты ИФК Метрополь

Согласно данным за 2006 г. российский рекламный рынок состоит из следующих сегментов: телевизионная реклама (48,7%), реклама в журналах (10,9%), газетах (5,3%), периодике (9,1%), реклама на радио (5,4%), уличная реклама (18,2%), Интернет (1,5%) и реклама в кино (0,9%). На Москву приходится порядка 30% совокупной выручки рекламного рынка страны.

Рынок телевизионной рекламы

По данным АКАР, в период с 2001 по 2006 г. рынок телерекламы рос темпами CAGR в 44% (увеличившись на 36% в годовом исчислении в одном только 2006 г.) и его объем увеличился с 0,51 млрд. долл. США до 3,1 млрд. долл. США. Согласно новым прогнозным данным АКАР, рынок телерекламы с 2006 по 2010 г. будет расти темпами CAGR, превышающими 25%.

Для сравнения: ZenithOptimedia (независимое агентство по исследованию телевидения в Великобритании) полагает, что рынок телерекламы в Соединенном Королевстве прекратит падение в 2007 г., в 2008 г. вырастет на 2% в годовом исчислении и далее будет расти на 1-2% в год вплоть до 2012 г. Контраст между Великобританией и Россией (равно как и прочими странами СНГ) в этом отношении очевиден, что делает российский медиа-сектор привлекательным для инвесторов.

Телевидение является единственным посредником между рекламодателями и потребителями, имеющим практически полный охват населения страны, а доля ТВ-рекламы в общем рекламном рынке России (49%) выше, чем в США (33%) и Великобритании (32%). В Чехии и Польше этот показатель составляет 51%, а в Мексике и Бразилии 64% и 65% соответственно. Барьеры на пути выхода на российский рынок телевизионной рекламы - одни из самых труднопреодолимых в рекламном рынке страны. Основными трансляторами телерекламы являются эфирные (бесплатные) каналы. В России сегодня существует 20 основных телеканалов, и конкуренция между ними делает выход на новых игроков этот рынок затруднительным. С другой стороны это является гарантией относительной стабильности в распределении долей рынка между существующими игроками.

В нашем недавнем отчете по компании Комстар ОТС (от 30 марта 2007 г.) мы утверждали, что не верим в скорый успех платного телевидения в России. Мы пришли к выводу, что 15 бесплатных платных телевизионных каналов в Москве в сочетании с возможностью покупать пиратские DVD с новинками кино (за 4 долл. США) и низким средним уровнем располагаемого дохода населения (9800 руб. в месяц) лишают платное телевидение привлекательности. Проникновение кабельного ТВ в России составляет всего 4%, спутникового ТВ – 17%. По состоянию на конец 2006 г. проникновение ADSL в Москве составило 24%. Основываясь на данных компании Комстар ОТС по установке новых линий и ее доли рынка (32,5%), мы полагаем, что проникновение ADSL в Москве к концу 2008 г. достигнет 48%, что на наш взгляд, означает, что данный рынок достигнет зрелости. Мы так же не видим особых перспектив у так называемой услуги «три в одном» (Triple play) ни в Москве, ни в России и поэтому полагаем, что платное телевидение не представляет угрозы для рынка рекламы на эфирных телевизионных каналах.

Мы считаем, что российский рынок телевизионной рекламы будет развиваться иначе, чем это происходило в США, что на определенный период ограничит возможность сравнения российского рынка телерекламы и рынков телерекламы прочих стран. Вследствие низкого уровня жизни населения в России основная часть рекламного времени на телевидении покупается сотовыми операторами, производителями пива, моющих средств, молочной продукции, средств гигиены, жевательной резинки, продуктов питания и прочей базовой продукции. В США, по данным Ad Age Group, на телевидении преобладает реклама автомобилей, потребительских товаров, лекарств, кинофильмов/DVD, а также реклама финансовых компаний. Из 8 наиболее рекламируемых в США продуктов, 8 в России на телевидении не рекламируются. Таким образом, мы полагаем, что потребуется какое-то время, прежде чем российский рынок телерекламы можно будет сравнивать с американским. Несмотря на это, совершенно очевидно, что российский рынок будет продолжать стремительно расти.

Сети, телеканалы и станции

Основные данные

В России функционируют более 20 эфирных общероссийских телевизионных каналов, 11 из которых начали вещание в течение последних 12 лет. Вместе с каналами «СТС» и «Домашний» СТС Медиа работает с более чем 340 аффилированными компаниями партнерами. К их числу относятся компании в регионах, которыми СТС Медиа владеет и управляет (O&O) и с помощью которых она расширяет присутствие каналов компании на региональном телевидении в дополнение к существующим соглашениям о партнерстве с местными операторами. Целью установления партнерских отношений является повышение имиджа и увеличение аудитории телевизионных каналов СТС Медиа, однако выручки эти компании не приносят. С другой стороны O&O могут опосредованно повышать рейтинг каналов. Спутниковое вещание также способно повышать рейтинг. Все вышеперечисленные способы вещания помогают компании увеличить поток выручки и в целом являются малозатратными.

Спрос на рекламное время на телевидении в России в данный момент превышает предложение, следствием чего является стабильный рост цен и то, что малые и средние рекламодатели стремятся выйти на региональные телеканалы, где цены на рекламное время ниже. Рынок рекламы на региональных телеканалах становится все более важным: по темпам годового роста он опередил рынок рекламы на общероссийских телеканалах на 8 процентных пункта (по данным АКАР, темпы годового роста этих рынков в период с 2004 по 2006 гг. составили 19% и 27% соответственно).

Канал «СТС»

Сигнал канала «СТС» ретранслируется 300 станциями и, теоретически, его аудитория составляет 100 млн. человек. Канал доступен для 87% городского населения и имеет 17 собственных телевизионных станций в крупнейших городах России. СТС ориентируется на аудиторию в возрасте от 6 до 54 лет. В 2006 г. канал смотрели 13,6% этой аудитории, что больше чем 2,2% в 2002 г. По данным TNS Gallup Media, канал «СТС» занимает 4 место по популярности среди эфирных российских каналов, что можно считать впечатляющим достижением, так как 6 ведущих каналов контролируют 75% рынка, а оставшиеся 25% делят между собой более чем 14 компаний. Канал достаточно популярен, так как сетка вещания в основном состоит из наиболее популярных отечественных сериалов и ситкомов. Российские сериалы составляют приблизительно 30% времени вещания, зарубежные фильмы – 11%, российские телешоу – 17%, мультфильмы – 13%, на прочие программы приходится 4% эфирного времени.

«СТС» не конкурирует напрямую с ведущими телеканалами, такими как «Первый» и «Россия», так как последние имеют в сетке вещания политические программы и новости. И хотя и «Первый», и «Россия» увеличили количество развлекательного контента, канал «СТС» предлагает своей аудитории исключительно развлекательные программы. «НТВ» также пытается составить конкуренцию каналу «СТС», однако относительно «СТС» «НТВ» в большей степени ориентирован на мужчин, а также на людей с высшим образованием. Однако по популярности среди аудитории в возрасте от 10 до 40 лет СТС занимает второе место после «Первого» канала (который смотрят 18% данной группы аудитории). В рамках данной возрастной группы люди, как правило, более состоятельны и восприимчивы к рекламе.

Основную конкуренцию каналу СТС составляет также полностью развлекательный канал «ТНТ». Однако за «ТНТ» стоит меньшая по размерам компания, чем СТС Медиа, и сам канал делает акцент на реалити-шоу, тогда как «СТС» - на сериалах и ситкоммах. Доля аудитории «ТНТ» в возрастной

группе от 6 до 54 лет составляет 7,4% против 13,1% у СТС. На наш взгляд, пик роста популярности канал «СТС» уже преодолел, и мы полагаем, что доля канала в совокупном объеме телевизионной аудитории в будущем будет колебаться в рамках 9-11%.

Канал «Домашний»

Канал «Домашний» начал вещание в марте 2005 г. на базе четырех дочерних компаний в Санкт-Петербурге, Москве, Перми и Казани, которые были приобретены в 2004 г. Сигнал канала передается на 100 станций, покрывающих в сумме приблизительно 58% городских домохозяйств, то есть 50 млн. человек.

Канал «Домашний» ориентируется в основном на женскую половину аудитории. Доля канала в общем объеме аудитории составляет всего 1%, однако в целевой для себя группе (женщины в возрасте от 25 до 60 лет) доля канала составляет 1,3%, при этом женщины составляют 30% в пересчете на полный объем аудитории. Основным конкурентом канала «Домашний» является канал ДТВ VIASAT, но технически этот канал покрывает только 24% аудитории, плохо представлен в регионах России и слишком много полагается на телевизионные программы, покупаемые за рубежом.

Согласно результатам недавнего опроса, 49% российских женщин смотрят телевизор в среднем от 2 до 6 часов в день и 41% проводят у экранов телевизоров более 6 часов. По оценке агентства Видео Интернэшнл, 50% рекламного бюджета России тратится на женщин в возрасте от 25 до 60 лет, а 4 из 10 наиболее рекламируемых категорий продуктов предназначены исключительно для женщин. Сетка вещания канала «Домашний» ориентирована именно на эту часть аудитории и состоит на 36% из российских телешоу, на 28% из зарубежных телевизионных шоу и на 26% из классики мирового кино. На прочие программы приходится 10% эфирного времени.

Несмотря на то, что в данный момент канал функционирует в убыток, что объясняется его недавним появлением (2006 г.), мы ожидаем, что по показателю EBITDA канал начнет приносить прибыль к концу 2007 г. – началу 2008 г.

«31 канал» (Казахстан)

Компания СТС Медиа недавно объявила о том, что закончила процедуру приобретения «Канала 31» - одного из основных телеканалов Казахстана, чья доля аудитории составляет 8,0%. СТС Медиа потратила на сделку приблизительно 65 млн. долл. США, при этом компания получила долю в 20% от самого канала и 60% от всей группы компаний входящих в купленный холдинг (газеты, радиостанции и телевизионные станции). Показатели приобретенной группы компаний будут консолидированы в общую отчетность, начиная с 2008 г. В связи с этим необходимо отметить, что, поскольку мы не обладаем достаточным объемом информации о финансовых показателях «Канала 31», мы не учитываем их в нашей модели. Вместо этого мы используем ряд мультипликаторов для оценки актива и делаем общую оценку компании методом суммы частей. Средства на данное приобретение были выделены компанией из суммы в 348 млн. долл. США, которые СТС Медиа получила в результате первоначального публичного размещения своих акций на Лондонской фондовой бирже в июне 2006 г.

Казахстан является инвестиционно привлекательной страной с населением в 15,2 млн. человек, чей ВВП по паритету покупательной способности в 2006 г. составил 9 400 долл. США (второй по величине показатель среди стран СНГ после российского). С 2003 г. экономика страны (ВВП в реальном выражении) растет приблизительно на 9,1% в год. Согласно расчетам наших аналитиков по банковскому сектору, в период до 2010 г. реальный ВВП Казахстана будет расти темпом в 7,5-8% в год, что выше аналогичного прогнозируемого показателя для России (6-7% в год – консервативный прогноз Правительства

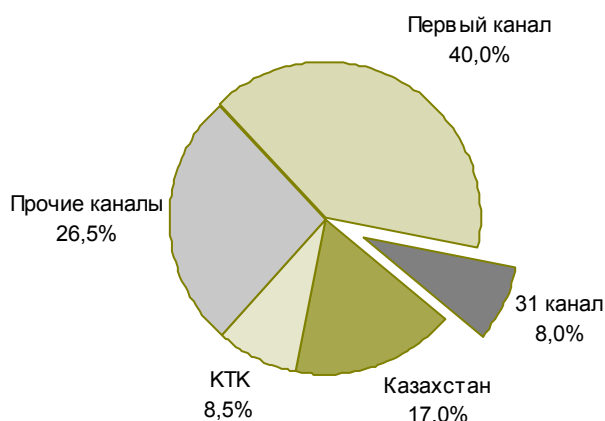
РФ). Стремительный рост экономики не может не отражаться на рынке телевизионной рекламы в Казахстане.

В 2006 г. объем рынка телевизионной рекламы в Казахстане составил приблизительно 200-250 млн. долл. США, и, по некоторым данным, этот показатель может увеличиться на 40-50% в 2007 г. Казахстанский рынок телерекламы по своему объему занимает третье место среди стран СНГ, уступая России и Украине, но успешно конкурирует с этими странами по темпам роста. Примером, подчеркивающим потенциал роста рынка телерекламы в Казахстане, служит тот факт, что в данной стране на телерекламу тратится 14,5 долл. США на душу населения, тогда как в России аналогичный показатель равен 22,5 долл. США.

Тем не менее, в данный момент рынок телевизионной рекламы в Казахстане пока находится на ранней стадии развития. Основным по популярности каналом в стране является «Первый канал», которому по-прежнему принадлежит около 40% аудитории (В России аналогичная доля аудитории принадлежала «Первому каналу» в середине 1990х гг., когда конкуренция на рынке была значительно слабее). Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе доля аудитории «Первого канала» в Казахстане сократится до 22-23% (то есть, до уровня, актуального в данный момент для России), отдав часть аудитории более агрессивным каналам, таким как «31 Канал».

Рисунок 2:

Доля аудитории телевизионных каналов Казахстана, 1П 2007 г.



Источник: TNS Gallup Asia, CTC Медиа, расчеты ИФК Метрополь

«31 канал» имеет 11 собственных телевизионных станций в регионах Казахстана, а так же осуществляет вещание через станции приблизительно 60 аффилированных компаний. Акцент в вещании делается на программы с экономической и политической тематикой. Доля канала в общем объеме аудитории в данный момент составляет 8%. CTC Медиа намерена изменить сетку вещания канала, сместив акцент в пользу развлекательных программ, направленных на более молодую аудиторию, что, на наш взгляд, в долгосрочной перспективе должно привести к увеличению аудитории канала. Учитывая тот факт, что на данном этапе рынок телевизионной рекламы в Казахстане находится на раннем этапе развития, мы ожидаем, что к концу 2012 г. доля аудитории «31 канала» составит приблизительно 12%, а в более долгосрочной перспективе увеличится до 15%.

Согласно нашей оценке, доля CTC Медиа в «31 Канале» составляет 68,6 млн. долл. США, что примерно соответствует цене приобретения данного актива – 65 млн. долл. США. Однако необходимо отметить, что такая оценка может оказаться консервативной, так как мы не обладаем достаточной информацией о данном активе.

Дальнейшие приобретения в странах СНГ

Совместно с узбекским медиа-холдингом Terra Груп СТС Медиа создала телевещательную компанию в Узбекистане. СТС Медиа принадлежит 51% новой компании, начало работы которой запланировано на 2008 г. Другие условия сделки не разглашаются.

Недавние приобретения говорят о том, что компания следует стратегии расширения, объявленной во время первоначального публичного размещения акций компании, которое состоялось в июне 2006 г. Согласно нашим расчетам по состоянию на конец 2007 г. компания будет иметь на балансе наличные денежные средства в размере приблизительно 233 млн. долл. США, что предоставит компании возможность продолжить расширение в странах СНГ и России. Мы полагаем, что потенциальным приобретением может стать ДТВ VIASAT. Среди прочих стран СНГ наибольшее внимание компании сосредоточено на возможности приобретений на Украине.

Факторы роста выручки

Рост российского рынка телевизионной рекламы

Общий рост рынка телевизионной рекламы является основным фактором роста выручки и прибыли компании СТС Медиа. Канал «СТС» - уже не новичок на этом рынке, имеющий относительно стабильную долю аудитории. В связи с этим выручка канала в большей степени зависит от роста самого рынка. Необходимо отметить, что, согласно нашим расчетам, доля выручки канала СТС в совокупном объеме выручки рынка не опустится ниже 10,5%.

Обычно рекламные рынки находятся в тесной зависимости от экономического роста, и это дает преимущество России, так как, согласно прогнозу Правительства РФ, ВВП страны в среднесрочной перспективе будет расти темпом в 6-7% в год. Рекламный рынок России в данное время до сих пор находится на начальной стадии развития: в 2006 г. в расчете на душу населения объем рынка составил 45,4 долл. США (в Великобритании аналогичный показатель составил 360,6 долл. США, в Германии – 251,9 долл. США). По ВВП, скорректированному на паритет покупательной способности Польшу вполне можно сравнить с Россией. Однако в Польше рынок рекламы в 2006 г. составил 4,74 млрд. долл. США (123,3 долл. США на душу населения). Все эти сравнения, на наш взгляд, говорят о том, что российский рынок рекламы обладает значительным потенциалом роста.

Рынок телевизионной рекламы зависит от двух основных факторов: запас валового рейтинга рекламы (состоящий из суммы рейтингов ТВ каналов за год) и роста стоимости пункта рейтинга (развернутые определения данных показателей приведены в Приложении).

Валовой рекламный рейтинг

ТВ каналы получают деньги за Пункты Валового рейтинга (Gross Rating Point - GRP) отдельного 30 секундного рекламного ролика. GRP зависит от величины доли аудитории канала, а так же от рейтинга конкретных телевизионных программ. Более популярные программы добавляют большее количество рейтинговых пунктов к GRP и, таким образом, генерируют больше выручки. Однако иногда выплаты за покупку рекламного времени производятся предварительно, и в этом случае их размер определяется ожидаемым рейтингом каждой конкретной передачи. Если рейтинг оказался выше ожидаемого уровня, рекламодатель получает дополнительное преимущество, так дополнительных средств он каналу перечислять не обязан. Но если

рейтинг программы оказался хотя бы на 10% ниже ожидаемого уровня, СТС обязан возместить разницу рекламодателю, обычно это выражается в предоставлении бесплатного рекламного времени. СТС учитывает выручку по мере ее получения. Согласно расчетам СТС, волатильность выручки в результате изменения рейтинга телевизионных передач может составлять до 5%. Таким образом, максимум, что канал может потерять в результате данного риска – это 5% выручки.

Количество рекламного времени на телевидении регулируется российским законодательством. В июле 2006 г. Правительство РФ ограничило рекламное время на телевидении 20-ю % от часа эфира (12 минут в час) и 15-ю % от общего времени эфирного дня. Вполне очевидно, что рекламодатели стремятся сконцентрировать свои рекламные ролики в наиболее рейтинговые часы вещания. В свою очередь, время вещания с более низким рейтингом используется менее интенсивно, таким образом, рекламодатели стремятся сконцентрировать максимум своих рекламных роликов в прайм-тайм. Принятие нового закона привело к 20% сокращению запаса GRP. В сочетании с увеличивающимся спросом на рекламу это должно привести к дальнейшему росту цен на рекламное время.

Цены на телевизионную рекламу

По оценке агентства Видео Интернэшнл, в 2007 г. цены на телерекламу вырастут на 30% по сравнению с предыдущим годом, а в 2008 г. - на 60%.

Согласно нашим расчетам, в 2007 г. рынок телевизионной рекламы в России вырастет на 30%, что соответствует прогнозу Видео Интернэшнл и прогнозам других экспертов. Запас GRP в 2008 г., по нашим расчетам, сократится на 20%, а рост цен составит 52% за тот же период. В результате всего этого рынок телерекламы в 2008 г. может вырасти на 31% и составить 5,40 млрд. долл. США. Мы стараемся придерживаться консервативного подхода в прогнозировании. Стремительный рост цен на рекламное время может подтолкнуть рекламодателей к обращению к другим средствам массовой информации – радио и Интернету. И всё же мы полагаем, что в обозримом будущем телевидение останется основным посредником между рекламодателями и населением.

Таблица 1:

Динамика роста рынка телевизионной рекламы в России, млн. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Объем рынка	3 160	4 121	5 398	6 478	7 514	8 566	9 594
% годового роста	35,6%	30,4%	31,0%	20,0%	16,0%	14,0%	12,0%

Источник: АКАР, расчеты ИФК Метрополь

Мы ожидаем, что в период с 2008 по 2012 гг. выручка российских телевизионных каналов от рекламы будет расти темпами CAGR в 18,4%. За стремительным ростом, продемонстрированным в 2008 г., на наш взгляд, темп роста рынка замедлится и составит 14,8% CAGR в период с 2008 по 2015 гг., таким образом, к 2015 г. объем рынка составит 12,4 млрд. долл. США.

Необходимо отметить, что Видео Интернэшнл недавно опубликовало свой прогноз по развитию рынка телевизионной рекламы, объем которого, согласно этим данным, к 2012 г. составит 245 млрд. долл. США, то есть 9,79 млрд. долл. США (текущий курс – 25,03 руб. за доллар США). Если предположить, что прогноз Видео Интернэшнл верен (а данное агентство является крупным игроком на рынке и должно объективно оценивать ситуацию), то наш прогноз в сравнении с ним выглядит достаточно консервативным, что говорит о том, что потенциально рост цены на акции СТС Медиа может превысить наши ожидания.

Доли рынка и соотношение сил

Телевизионные каналы имеют разную долю аудитории и рейтинг, а, следовательно, и различный потенциал к генерированию выручки. Более популярные каналы с более высоким рейтингом способны генерировать больший объем выручки и владеют большей долей рынка. С тем, чтобы отличать различные каналы, а так же чтобы связать общий рост рынка телевизионной рекламы с показателями канала СТС, мы используем так называемый коэффициент power ratio (PR). Это рекламный термин, означающий отношение доли рынка (выручки) канала к доле его аудитории. Чем выше этот коэффициент, тем более эффективно данный канал использует свою долю аудитории.

Необходимо отметить, что «СТС» уже достаточно зрелый телеканал, преодолевший период наиболее интенсивного роста. В связи с этим мы полагаем, что в 2007 г. доля аудитории канала вырастет не более чем на 9,7% и не более чем на 11% в 2012 г. Таким образом, согласно нашим расчетам, а так же учитывая ужесточение конкуренции, мы полагаем, что коэффициент PR в долгосрочной перспективе будет снижаться.

В отличие от «СТС» доля аудитории канала «Домашний», недавно начавшего свое вещание, в данный момент (по состоянию на конец 2007 г.) составляет 1,9%. Для недавно начавшего вещание канала очень сложно доказать рекламодателям эффективность размещения рекламы на данном канале, поэтому коэффициент PR у таких каналов обычно низкий. Тем не менее, как правило, он достаточно быстро растет вместе с увеличением доли аудитории канала.

При прогнозировании выручки каналов СТС Медиа мы рассчитываем коэффициенты PR этих каналов. Более подробно наши расчеты представлены ниже в данном отчете.

Последние финансовые показатели по US GAAP

Операционный доход СТС Медиа в 1П 2007 г. увеличился на 18,8% (по сравнению с 182,0 млн. долл. США в 1П 2006 г.) и составил 216,3 млн. долл. США. Совокупные операционные расходы компании выросли на 32,9% и составили 132,5 млн. долл. США (1П 2006 г. – 99,7 млн. долл. США), а EBITDA увеличилась на 4,9% и составила 95,7 млн. долл. США (91,2 млн. долл. США в 1П 2006 г.) Норма EBITDA снизилась с 50,1% (1П 2006 г.) до 44,3%. Чистая прибыль компании выросла по сравнению с 1П 2006 г. (56,8 млн. долл. США) и составила 58,8 млн. долл. США.

Доля аудитории канала «СТС» в 1П 2007 г. составила 9,1%, что ниже уровня, ожидавшегося самой компанией. Частично это компенсировал аналогичный показатель канала «Домашний», продемонстрировав рост в 46% с уровня доли аудитории в 1,3% с 1П 2006 г. до 1,9% в 1П 2007 г. Мы ожидаем, что доля аудитории канала «СТС» в 3К 2007 г. сократится приблизительно до 9% из-за летнего сезона. Однако в 4К 2007 г., то есть в период, когда Россияне, по статистике, тратят больше времени на просмотр телеканалов, а рекламодатели, в свою очередь, тратят больше средств на размещение рекламы, доля аудитории канала вновь начнет увеличиваться. Мы ожидаем, что к концу 2007 г. доля аудитории канала «СТС» составит 9,7%, что, тем не менее, будет ниже аналогичного показателя за 2006 г. (10,4%) Доля аудитории канала «Домашний», на наш взгляд, должна увеличиться с 1,3% (по состоянию на конец 2006 г.) до 1,9% в 2007 г.

Показатели компании за 2К 2007 г. и 1П 2007 г. были менее впечатляющими, чем за предыдущий год, когда рост выручки составил 83% в годовом исчислении, а EBITDA увеличилась на 106% во 2К 2006 г. благодаря началу показа ставшего популярным сериала «*Не родись красивой*». Несмотря на то, что канал «СТС» ощущает нехватку популярных телепередач в сетке вещания в 2007 г., менеджменту компании удастся держать норму EBITDA на уровне 44,3%, а норму чистой прибыли на уровне в 27% (1П 2007 г.) Мы ожидаем, что с началом традиционно успешного осеннего сезона вещания финансовые показатели компании улучшатся.

Отчет о прибылях и убытках

Структура выручки

«Высокий» сезон на рынке телевизионной рекламы наступает в сентябре и заканчивается в мае. Ни канал «СТС», ни «Домашний» не общаются напрямую с рекламодателями. Оба канала пользуются посредническими услугами агентства Видео Интернэшнл в рамках эксклюзивного соглашения. Выручка от размещения рекламы на телевидении сначала поступает к посреднику (Видео Интернэшнл) и затем направляется в СТС за вычетом комиссии. Посредник определяет цену на рекламное время и берет комиссию, которая составляет 13% от выручки. Обычно деньги от рекламодателей к СТС Медиа поступают с задержкой от нескольких дней до одного месяца после появления рекламного ролика на экранах. Просроченная дебиторская задолженность при данной схеме практически не существует. Формально текущее соглашение между СТС и Видео Интернэшнл истекает в конце 2007 г., однако оно уже было продлено еще на пять лет.

СТС так же генерирует выручку, продавая лицензии на собственные телепроекты (в России – «Первому» каналу, в Украине – каналу «1+1») Однако доля данного вида выручки остается относительно небольшой. Например, во 2К 2007 г. данная выручка составила 3,5 млн. долл. США из 112 млн. долл. США совокупной выручки в этот период в.

Выручка канала «СТС»

При прогнозировании выручки мы исходим из описанной выше динамики роста российского рынка телевизионной рекламы.

В 2006 г. доля аудитории канала составила 10,4%, в 1П 2007 г. этот показатель сократился до 9,1%. Высокий показатель в 2006 г. во многом можно отнести на счет популярного шоу, которое шло на СТС в прайм-тайм и привлекало 30% аудитории во время эфира. По мнению менеджмента, подобный успех в грядущем телесезоне повторить будет очень сложно.

В 2007 г. на канале начат показ двух новых сериалов. Короткий сериал стал популярным, однако длинный сериал не смог привлечь внимание аудитории, что негативно отразилось на общей доле аудитории канала. Мы полагаем, что в 2007 г. средняя доля аудитории канала составит 9,7%, а к 2012 гг. с учетом зрелости рынка эта доля вырастет до 11% и далее начнет снижаться.

Компания предоставляет данные только по чистой выручке, то есть за вычетом комиссий Видео Интернэшнл (порядка 13%) и НДС (17%). Таким образом, показатели за 2005 и 2006г. мы соответственно корректируем с тем, чтобы их можно было сопоставлять с данными по всему рынку телерекламы, предоставляемым АКАР.

Согласно нашим расчетам, в 2005 г. валовая выручка канала составила приблизительно 233,8 млн. долл. США, соответственно доля рынка канала составила 10,0%, а коэффициент power ratio (PR) – 97,4%. В 2006 г. доля рынка СТС возросла до 11%, коэффициент PR составил 105,4%. Мы ожидаем, что в 2007 г. доля рынка «СТС» уменьшится из-за снижения доли аудитории. В

то же время, коэффициент PR канала останется на высоком уровне – 108,4% за счет того, что канал «СТС» в данный момент имеет один из наиболее высоких показателей стоимости одного пункта рейтинга (CPP) среди открытых российских каналов. Мы полагаем, что в будущем ужесточение конкуренции негативно скажется на стоимости пункта рейтинга канала «СТС» и коэффициенте PR канала. Мы ожидаем, что к 2012 г. коэффициент PR «СТС» снизится до 106,8% и далее останется на уровне приблизительно в 106%, так как, согласно нашим расчетам, к этому времени канал станет полностью зрелым, доля его аудитории составит 11%, а доля рынка - чуть выше 11%.

Таблица 2:

Прогноз выручки канала «СТС» млн. долл. США

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Объем рынка телерекламы	2 330	3 160	4 121	5 398	6 478	7 514	8 566	9 594
% годового роста	-	35,6%	30,4%	31,0%	20,0%	16,0%	14,0%	12,0%
Доля аудитории «СТС», %	10,3%	10,4%	9,7%	10,1%	10,4%	10,6%	10,8%	11,0%
Power Ratio	97,4%	105,4%	108,4%	108,1%	107,8%	107,5%	107,2%	106,8%
Валовая выручка «СТС»*	233,8	346,3	433,3	589,4	726,2	856,2	991,7	1 127,1
% годового роста	-	48,1%	25,1%	36,0%	23,2%	17,9%	15,8%	13,6%
Чистая выручка «СТС»	168,8	250,1	312,9	425,6	524,4	618,3	716,1	813,9
% годового роста	-	48,1%	25,1%	36,0%	23,2%	17,9%	15,8%	13,6%

* валовая выручка без поправки на комиссионные отчисления и НДС.

Источник: АКАР, данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Исходя из расчетов коэффициента PR и прочих показателей, мы можем сделать прогноз выручки канала «СТС». Мы ожидаем, что в 2007 г. за вычетом НДС и комиссии чистая выручка канала составит 312,9 млн. долл. США. В 2008 г., вследствие роста цен и полному проявлению эффекта от ограничения рекламного времени, выручка канала, по нашей оценке, должна увеличиться на 36% в годовом исчислении и составить 425,6 млн. долл. США. Следуя той же логике, мы полагаем, что к 2012 г. выручка канала составит 813,9 млн. долл. США.

Выручка канала «Домашний»

Доля аудитории канала «Домашний» в 2006 г. составила 1,4%, а в 1П 2007 г. увеличилась до 1,9%. Мы полагаем, что средний показатель за 2007 г. составит 1,9%. Учитывая что данный канал ориентирован на узкую группу аудитории, мы ожидаем, что к 2016 г. доля аудитории канала составит 3%. Необходимо отметить, что данный прогноз может оказаться консервативным, так как европейский опыт свидетельствует, что доля аудитории каналов, изначально ориентированных на узкую группу зрителей (Discovery, National Geographic и т.д.) может составить 4-5% по завершении периода интенсивного развития.

Таблица 3:

Прогноз выручки канала «Домашний», млн. долл. США

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Объем рынка телевизионной рекламы	2 330	3 160	4 121	5 398	6 478	7 514	8 566	9 594
% годового роста	-	35,6%	30,4%	31,0%	20,0%	16,0%	14,0%	12,0%
Доля аудитории канала «Домашний», %	1,0%	1,4%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%
Power Ratio	55,3%	69,5%	70,9%	74,4%	78,2%	82,1%	86,2%	89,6%
Валовая выручка канала «Домашний»*	12,9	29,7	55,5	80,4	108,9	141,8	180,8	223,6
% годового роста	-	130,6%	86,9%	44,8%	35,5%	30,3%	27,5%	23,6%
Чистая выручка канала «Домашний»	9,3	21,4	40,1	58,0	78,6	102,4	130,6	161,4
% годового роста	-	130,6%	86,9%	44,8%	35,5%	30,3%	27,5%	23,6%

* валовая выручка без поправки на комиссионные отчисления и НДС.

Источник: АКАР, данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Согласно нашим расчетам, в 2005 г. валовая выручка канала составила 12,9 млн. долл. США (доля рынка – 0,6%). В 2006 г. доля рынка выросла до 0,9%, а валовая выручка составила 29,7 млн. долл. США.

Согласно нашим расчетам, коэффициент PR канала «Домашний» в 2006 г. увеличился до 69,5% с 55,3% (2005 г.) В 2007 г., на наш взгляд, этот коэффициент будет составлять 70,9%, а доля рынка канала – 1,5%. Мы ожидаем, что коэффициент PR будет увеличиваться вместе с долей аудитории канала и в 2012 г. составит 89,6%. Мы полагаем, что к концу прогнозного периода (2016 г.) доля аудитории канала составит 3%, а коэффициент PR – 95%. В период после 2016 г. данные показатели, на наш взгляд, останутся на прежнем уровне.

Исходя из расчетов коэффициента PR, мы можем сделать прогноз выручки канала «Домашний». Мы ожидаем, что в 2007 г. чистая выручка канала составит 40,1 млн. долл. США, в 2012 г. – 161,4 млн. долл. США, то есть 12,7% от ожидаемой совокупной выручки группы компаний.

Прочая выручка

Свой вклад в общий поток выручки группы компаний вносят региональные телевизионные станции, которыми владеют и управляют оба канала. В 2006 г. доля данного вида выручки в совокупном объеме составила 23%. Мы ожидаем, что данный поток выручки в целом будет расти теми же темпами, что и выручка соответствующих телеканалов, но в долгосрочной перспективе темп роста этого вида выручки несколько снизится. Мы полагаем, что к 2012 г. выручка от телевизионных станций компании составит 269,4 млн. долл. США, то есть 21% от совокупного объема выручки группы компаний.

СТС Медиа также генерирует выручку от продажи лицензий на свои телепрограммы и прочих операций. Норма прибыли в этом сегменте бизнеса компании выше, чем в прочих, однако доля выручки от продажи лицензий на телевизионные проекты компании в 2007 г., по нашим расчетам, составит всего 3,0% от совокупной. Мы ожидаем, что к 2012 г. этот показатель снизится до 1,9%.

Выручка от прочих видов операций компании в 2006 г. составила всего 0,6% от совокупного объема. Мы ожидаем, что в будущем этот показатель сократится до 0,2%.

Совокупная выручка

Таблица 4:
Структура выручки СТС Медиа, млн. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Чистая выручка канала «СТС»	250,1	312,9	425,6	524,4	618,3	716,1	813,9
% годового роста	48,1%	25,1%	36,0%	23,2%	17,9%	15,8%	13,6%
% от совокупной выручки	67,4%	65,6%	65,6%	65,3%	64,9%	64,5%	64,0%
Чистая выручка канала «Домашний»	21,4	40,1	58,0	78,6	102,4	130,6	161,4
% годового роста	130,6%	86,9%	44,8%	35,5%	30,3%	27,5%	23,6%
% от совокупной выручки	5,8%	8,4%	8,9%	9,8%	10,8%	11,8%	12,7%
Телевизионные станции (O&O)	85,76	107,20	144,75	177,20	207,51	238,69	269,35
% годового роста	57,9%	25,0%	35,0%	22,4%	17,1%	15,0%	12,8%
% от совокупной выручки	23,1%	22,5%	22,3%	22,1%	21,8%	21,5%	21,2%
Продажа лицензий	11,32	14,61	17,82	20,49	21,93	23,02	24,17
% годового роста	266,6%	29,0%	22,0%	15,0%	7,0%	5,0%	5,0%
% от совокупной выручки	3,1%	3,1%	2,7%	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%
Выручка от прочих операций	2,18	2,22	2,27	2,31	2,36	2,40	2,45
% годового роста	10,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% от совокупной выручки	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Итого выручка	370,77	476,98	648,44	803,01	952,49	1 110,84	1 271,28
% годового роста	56,1%	28,6%	35,9%	23,8%	18,6%	16,6%	14,4%

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Согласно нашим расчетам, выручка группы компаний в 2007 г. составит 477,0 млн. долл. США (что на 28,6% больше по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года), в 2008 г. этот показатель увеличится на 35,9% в годовом исчислении и составит 648,4 млн. долл. США, в 2012 г. – 1, 27 млрд. долл. США.

Расчет прибыли

Затраты на покупку телепрограмм

СТС оценивает затраты на покупку прав на показ телевизионных программ как операционные затраты, а не как капитальные вложения. Поэтому и затраты, связанные с содержанием библиотеки программ учитываются как прямые операционные затраты. В США используется другой подход, так как телевизионные программы показываются строго определенное количество раз.

Приобретение телепрограмм обычно происходит путем разового платежа, при этом «выработка ресурса» программой может продолжаться несколько лет. Показ иностранных программ и фильмов оплачивается каналом в течение нескольких лет.

Обычно амортизационный график для длинного сериала выглядит следующим образом: 60% в первый год показа, 30% во второй и 10% в третий. Предполагается, что поток выручки соразмерен данному приблизительно графику. В случае с короткими сериалами 45% стоимости амортизируется в первый год показа, 35% во второй и 20% в третий. Таким образом, амортизация в течение трех лет считается нормой.

Однако для некоторых российских телешоу, концертов и эстрадных комедийных шоу полная амортизация после первого показа является вполне типичным явлением. Для зарубежных шоу и фильмов нормой считается линейная амортизация. Каждый из вышеизложенных вариантов соответствующим образом отражается на потоке выручки.

В нашей модели мы исходим из того, что амортизация программ составляет 32-33% выручки.

Административно-хозяйственные расходы

СТС Медиа – растущая амбициозная компания, стремящаяся развиваться не только в России, но и на рынках стран СНГ. Данная стратегия предполагает рост затрат на персонал и административно-хозяйственных расходов, к которым относятся и затраты на проведение маркетинговых кампаний. В 2006 г. административно-хозяйственные расходы составили 13% от выручки группы компаний. Мы ожидаем, что в будущем этот показатель будет постепенно увеличиваться и к 2012 г. составит 16% от совокупной выручки компании, то есть 236 млн. долл. США.

Затраты на персонал

Таблица 5:

Прогноз роста численности персонала СТС Медиа

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Численность персонала	1 100	1 300	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Недавний рост численности персонала компании был вызван развитием деятельности в российских регионах. В данный момент персонал

региональных подразделений, которыми владеет и управляет (O&O) СТС Медиа насчитывает 600 человек. Уровень зарплаты в региональных подразделениях в 2-3 раза ниже, чем в Москве. В 2006 г. объем заработной платы, выплаченной московским сотрудникам компании составил 25 млн. долл. США, то есть 50 тыс. долл. США в расчете на одного сотрудника. Конкуренция на медиа рынке достаточно жесткая, поэтому компании стараются предложить сотрудникам высокую зарплату. Годовой рост зарплаты в Москве приблизительно составляет 11-12% против 13-14% в регионах.

ЕБИТДА

Основная часть затрат компании за 2007 г. условно фиксированная. В случае если выручка компании превзойдет наши ожидания (благодаря росту рейтинга, например), то норма ЕБИТДА компании может достигнуть 48%. Структура фиксированных затрат СТС Медиа в 2007 г. известна. Переменные затраты будут зависеть от выручки.

Таблица 6:

Прогноз ЕБИТДА СТС Медиа, тыс. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
ЕБИТДА	173 964	224 179	298 283	365 371	419 096	482 105	539 025
% годового роста	67%	29%	33%	22%	15%	15%	12%
Норма ЕБИТДА,%	47%	47%	46%	46%	44%	43%	42%

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Относительно высокая доля постоянных затрат в структуре издержек СТС Медиа – преимущество компании, благодаря которому в 2006 г. административно-хозяйственные расходы росли медленнее, чем выручка, в результате чего увеличилась норма ЕБИТДА. Затраты на содержание собственных региональных станций снижались, несмотря на увеличение количества станций. Однако в будущем, на наш взгляд, и выручка, и норма ЕБИТДА будут снижаться в условиях ужесточения конкуренции, особенно со стороны более мелких игроков на рынке.

Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе норма ЕБИТДА группы компаний составит 41%. Норма ЕБИТДА недавно начавшего вещание канала «Домашний» в 2007 г. выйдет на безубыточный уровень, а в 2008 г. составит 5%, когда доля рынка канала составит приблизительно 2,0%.

Процентный доход

В данный момент СТС Медиа имеет значительное количество наличных денежных средств на балансе, процентный доход по которым составляет приблизительно 5%. Мы ожидаем, что в определенный момент часть этих денег будет потрачена на приобретения. Хотя сейчас компания рассматривает возможность нескольких приобретений в странах СНГ, в целях сохранения консервативного характера оценки мы не включаем это в нашу модель, за исключением уже состоявшегося приобретения «31 канала» в Казахстане. Мы также учитываем процентный доход, который компания получает от денежных средств на балансе.

Налогообложение

Согласно нашим расчетам, эффективная ставка налога для компании в 2007 г. составит 32% притом, что в 2006 г. она составляла 31%, а в 2005 г. – 29%. Основной причиной этого является то, что компания вышла на рынки стран СНГ, где налоги выше, чем в России. Однако мы ожидаем, что в период после

2012 г. эффективная ставка налога для компании несколько снизится и составит 31%.

Чистая прибыль

В 2006 г. норма чистой прибыли СТС Медиа составила 29%, что говорит о высокой прибыльности операций компании. Однако мы полагаем, что из-за ужесточения конкуренции и региональной экспансии к 2012 г норма прибыли компании сократится до 25%.

Таблица 7:

Прогноз чистой прибыли СТС Медиа, тыс. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Чистая прибыль	106 325	134 174	174 561	213 987	244 752	280 910	316 130
% годового роста	86%	26%	30%	23%	14%	15%	13%
Норма чистой прибыли, %	29%	28%	27%	27%	26%	25%	25%

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Баланс и поток денежных средств

Баланс

Таблица 8:

Краткий баланс СТС Медиа, прогноз, тыс. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Денежные средства и их эквиваленты	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323	1 327 687
Итого оборотные активы	278 655	364 044	555 210	782 700	1 037 143	1 326 705	1 651 999
Итого необоротные активы	206 142	285 912	305 429	333 125	362 426	394 559	425 984
Итого активы	484 797	649 956	860 638	1 115 825	1 399 569	1 721 264	2 077 983
Итого акционерный капитал	421 017	572 209	754 942	984 934	1 244 313	1 540 197	1 870 764
Доля миноритариев	3 124	5 722	7 549	9 849	12 443	15 402	18 708
Кредиты	210	0	0	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	14 290	18 110	24 620	30 489	36 165	42 177	48 269
Итого текущие обязательства	46 366	59 637	81 076	100 402	119 091	138 890	158 951
Итого обязательства и капитал	484 797	649 956	860 639	1 115 825	1 399 569	1 721 264	2 077 984

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

СТС Медиа имеет хорошие показатели баланса (более подробно баланс представлен в приложении). В данный момент компания практически не имеет долга, а объем обязательств на балансе незначителен. Поскольку компания генерирует положительный денежный поток, она способна профинансировать будущие приобретения с помощью собственных средств, полученных за счет первоначального публичного размещения акций в июне 2006 г.

Несмотря на то, что мы включили в расчеты недавнее приобретение компанией «31канала» в Казахстане за 65 млн. долл. США, возможность прочих приобретений компании мы не учитываем, вследствие их неопределенности. Компания планирует расширяться за счет приобретений, и если для этого потребуются дополнительные средства, компания может легко увеличить свой долг. Мы полагаем, что в случае увеличения долга до 500 млн.

долл. США в 2008 г. коэффициент чистый долг/капитал составит 0,67х, что, на наш взгляд, не окажет значительного негативного эффекта на общую картину баланса компании.

Капитальные вложения

Мы делим капвложения группы компаний на две категории: 1) капвложения в сети (всего порядка 5% от выручки); 2) вложения в телевизионное оборудование. Совокупный объем капитальных вложений относительно небольшой. Однако мы включили в эту статью затрат 65 млн. долл. США, потраченные компанией на «31 канал» в 2007 г. За вычетом этой суммы капитальные вложения компании составляют порядка 5% от годового объема выручки.

В 2006 г. затраты СТС Медиа на производство и покупку телевизионных программ составили 36% от выручки за этот период. Компания учитывает затраты на производство телевизионных программ в статье «товарно-материальные запасы» и амортизирует их по мере показа этих телевизионных программ. Денежные средства, направляемые на производство и покупку телевизионных программ, рассматриваются компанией как операционные затраты. В данном отчете мы рассматриваем их как инвестиционные затраты и для удобства называем их «капвложения в создание и покупку

Таблица 9:

Прогноз выручки СТС Медиа, тыс. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Капвложения в сети	-23 604	-88 971	-32 758	-42 446	-52 768	-63 495	-73 875
% выручки	-6%	-19%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Капвложения в создание и покупку программ	-133 625	-172 591	-239 132	-314 102	-390 487	-476 214	-554 060
% от выручки	-36%	-36%	-37%	-37%	-37%	-38%	-38%

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

телевизионных программ». Мы ожидаем, что компания увеличит капвложения в создание и покупку программ до 38% от выручки к 2012 г. и оставит их на данном уровне далее до конца прогнозного периода.

Отчет о движении денежных средств

Таблица 10:

Краткий отчет о движении денежных средств СТС Медиа, тыс. долл. США

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Чистая прибыль за год	106 325	134 174	174 561	213 987	244 752	280 910	316 130
Операционная прибыль до изменений в оборотном капитале	248 665	319 136	428 725	527 967	619 219	724 365	827 530
Приобретение программ и прав на их показ	-133 625	-171 712	-236 681	-297 115	-352 421	-416 455	-476 096
Денежный поток от операционной деятельности	116 784	149 668	195 094	234 629	271 277	313 135	357 412
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-23 604	-88 849	-32 422	-40 151	-47 625	-55 542	-63 564
Свободный денежный поток	93 180	60 819	162 671	194 478	223 653	257 593	293 848
Денежный поток от финансовой деятельности	65 356	-4 658	-5 586	-6 420	-7 343	-8 427	-9 484
Эффект от курсовой разницы	2 706	0	0	0	0	0	0
Чистый прирост денежных средств и их эквивалентов	161 242	56 161	157 085	188 059	216 310	249 165	284 364
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	15 300	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323	1 327 687

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Как уже упоминалось выше, СТС Медиа генерирует положительный денежный поток. Согласно нашим прогнозам, в 2007 г. он составит 61,4 млн. долл. США. В нашей модели мы не учитываем возможные новые приобретения, а так же не ожидаем изменений в политике капвложений группы компаний, поэтому полагаем, что в 2012 г. свободный денежный поток компании составит 340,8 млн. долл. США, а кумулятивный денежный поток за период с 2007 по 2012 гг. составит 1,3 млрд. долл. США.

Мы исходим из предположения, что СТС не будет увеличивать свой долг, поэтому единственный элемент финансовой деятельности, который мы учитываем в нашей модели - это дивидендные выплаты. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе дивидендные выплаты компании составят 3% от чистой прибыли. Напоминаем, что подробный отчет о движении денежных средств приведен Приложении.

Акционеры

СТС Медиа зарегистрирована в США. Основными акционерами компании являются: Sweden Modern Times Group (39,8%), Alfa Group (26,5%), Access Industries (6,1%) и Fidelity Investments (5,5%). Президенту СТС Медиа принадлежит 4% акций, и 3% владеет Baring Vostok Capital Partners. Оставшиеся 15,1% акций находятся в свободном обращении. Акции компании котируются на NASDAQ.

Оценка

ДДП

Мы предпочитаем оценивать компанию по методу ДДП. В отличие от прочих методов оценки, данный метод позволяет учитывать специфические особенности компании, такие как различия в стоимости создания телевизионных программ, уровне долга и т. д.

Для того, чтобы наша оценка носила завершенный характер, а так же с целью учесть недавнее приобретение компании – «31 канал», мы так же используем оценку суммы частей. Мы оцениваем данный актив при помощи сравнительных коэффициентов, так как более подробной информацией о нем не располагаем.

Исходные данные

Мы рассчитываем базовую стоимость капитала в соответствии с нашей общей политикой в отношении торгуемых российских компаний. Подробности данного расчета можно найти в любом из наших отчетов с пометкой «Начало покрытия».

Мы оцениваем безрисковую ставку с поправкой на специфические риски России как равную 5,5%. Премия за риск страны (5,0%) рассчитывается как стандартная премия за риск по акциям, исправленная с учетом фактора избыточной волатильности РТС. Таким образом, мы получаем, что базовая стоимость капитала СТС Медиа составляет 10,5%.

Затем мы делаем поправку в премии за риск по акциям с учетом ряда специфических рисков/особенностей компании. Акции СТС Медиа котируются на NASDAQ, поэтому мы могли бы рассматривать ее как американскую компанию. Однако функционирует компания в России, а потому подвержена ряду специфических рисков российского медиа-сектора и страны в целом. Наши основные опасения связаны с тем, что рынок телевизионной рекламы в России регулируется государством, что приводит к флуктуациям в потоке выручки компаний данного рынка. Мы применяем премию за данный вид

рисков в 1%. Таким образом, стоимость капитала компании, по нашим расчетам, составляет 11,5%.

Таблица 11:

Расчет WACC

Стоимость долга (после налогов)	6,1%
Безрисковая ставка	5,5%
Специфические риски страны	5,0%
Специфические риски компании	1,0%
Стоимость капитала	11,5%
Структура капитала	
% Капитала	100%
% Долга	0%
WACC	11,5%

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Мы полагаем, что компания не будет повышать уровень долга. Однако если это всё же случится, стоимость долга компании, на наш взгляд, будет составлять 8,0% (6,1% после налогов).

Согласно нашим расчетам, WACC СТС Медиа равен 11,5%, а постпрогнозный темп роста составляет 3,5%, что соответствует нашей общей политике в отношении российских компаний.

Таблица 12:

Оценка СТС Медиа методом ДДП, тыс. долл. США

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
ЕБИТ	199 376	265 213	325 220	372 424	427 674	478 003	509 969	556 571	594 439	622 634
% роста	29%	33%	23%	15%	15%	12%	7%	9%	7%	5%
% от дохода	42%	41%	41%	39%	39%	38%	37%	37%	36,8%	36,7%
Минус налоги на ЕБИТ (1-t)	-64 552	-86 113	-105 612	-121 004	-138 989	-152 974	-160 676	-175 351	-187 281	-196 130
Ставка налога	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%
Плюс										
Амортизация программ	162 172	223 713	277 039	331 467	393 238	455 120	501 769	544 619	578 443	610 758
% от дохода	34%	35%	35%	35%	35%	36%	36%	36%	36%	36%
Амортизация сетей	24 803	33 071	40 151	46 672	54 431	61 022	66 717	71 103	75 941	84 828
% от дохода	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
(Увеличение)/уменьшение в оборотном капитале	2 243	3 050	3 776	4 479	5 224	5 979	6 537	7 115	7 599	8 483
% от дохода	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Минус										
Приобретение программ	-171 712	-236 681	-297 115	-352 421	-416 455	-476 096	-517 058	-562 773	-601 064	-631 117
% от дохода	-36%	-37%	-37%	-37%	-37%	-37%	-37%	-37%	-37%	-37%
Чистые капвложения	-88 849	-32 422	-40 151	-47 625	-55 542	-63 564	-62 547	-60 513	-56 552	-66 165
% от дохода	-19%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%
Чистый свободный денежный поток	63 482	169 829	203 309	233 992	269 582	307 489	344 711	380 770	411 525	433 291
% роста	-32%	168%	20%	15%	15%	14%	12%	10%	8%	5%

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Оценка методом ДДП

Таблица 13:

Результат оценки методом ДДП, тыс. долл. США

Приведенная стоимость денежного потока	1 705 437
+Постпрогнозная стоимость	2 346 555
Стоимость компании	4 051 992
-Чистый долг/(денежные средства)	-389 789
Стоимость капитала	4 441 780
Количество акций, тыс.	151 804
Долл. США за акцию	29,26

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Согласно нашим расчетам, без учета недавно приобретенного «31 канала» справедливая стоимость СТС Медиа составляет 29,26 долл. США за акцию, что предполагает потенциал роста цены на акции компании в 30%. Для того, чтобы оценка носила заверченный характер, мы также приводим ниже анализ чувствительности. На наш взгляд, Российский медиа-сектор будет расти быстрее прочих российских секторов, так как в сравнении с медиа-сектором европейских стран он изначально развивается с более низкого уровня. Кроме этого, российская экономика растет приблизительно на 7% в год. В связи с этим мы считаем наш постпрогнозный темп роста в 3,5% консервативным и полагаем, что более оптимистичный постпрогнозный темп роста (4,5%) может оказаться приемлемым. В этом случае, согласно анализу ДДП, справедливая стоимость СТС Медиа будет составлять 33,10 долл. США, что предполагает потенциал роста цены на акции компании в 47%.

Таблица 14:

Таблица чувствительности

Постпрогнозный рост	WACC				
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
2,5%	30,68	28,95	27,41	26,04	24,81
3,0%	31,86	29,96	28,28	26,79	25,47
3,5%	33,21	31,10	29,26	27,64	26,20
4,0%	34,77	32,41	30,37	28,59	27,02
4,5%	38,74	35,68	33,10	30,89	28,98

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Оценка «31 канала»

В свободном доступе финансовой информации по компании «31 канал» не достаточно, поэтому мы можем оценить данный актив СТС Медиа только с помощью сравнительных коэффициентов.

Доля аудитории «31 канала» составляет приблизительно 8%. Данный канал начал вещание в 1992 г., поэтому полагаем, что его коэффициент PR (power ratio) составляет 90-100%. Если использовать наиболее консервативный показатель (90%), то доля рынка канала будет составлять приблизительно 7,2%.

Согласно нашим расчетам, в 2006 г. объем рынка составлял 250 млн. долл. США. Таким образом, валовая выручка канала составила 18 млн. долл. США, а чистая выручка – 13 млн. долл. США.

Мы исходим из того, что в 2007 г. рынок телевизионной рекламы в Казахстане вырастет на 30%, то есть приблизительно тем же темпом, что и российский

рынок телерекламы. Данный показатель можно считать консервативным, потому что в период с 2004 по 2005 г. казахский рынок рос быстрее (на 40-45% в год) российского. Если предположить, что доля рынка «31 канала» в 2007 г. останется на прежнем уровне, то выручка канала в 2007 г., согласно нашему прогнозу, составит 16,9 млн. долл. США.

Таблица 15:

Результаты оценки «31 канала», млн. долл. США

	2006	2007
Объем казахского рынка телерекламы	250,0	325,0
Доля рынка «31 канала», %	7,20%	7,20%
Чистая выручка «31 канала»	13,0	16,9
EV/Выручка СТС Медиа	8,8	6,78
EV «31 канала»	114,0	114,6
Средний EV «31 канала»	114,3	
Доля акций СТС Медиа в компании «31 канал»	68,6	
Доля СТС Медиа в «31 канале» в расчете на акцию СТС Медиа, долл. США	0,45	

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

С учетом общего недостатка торгующихся компаний в медиа-секторе стран СНГ, единственным аналогом «31 канала» можно назвать лишь СТС Медиа. Сравнив их по коэффициенту EV/выручка, мы получаем, что средняя стоимость компании «31 канал» составляет 114,3 млн. долл. США. Разделив данный показатель на долю акций компании, находящихся во владении СТС Медиа, мы получаем, что стоимость 31 канала составляет 0,45 долл. США в расчете на акцию СТС Медиа (приблизительно 1,5% от справедливой стоимости акции всего холдинга СТС Медиа). Необходимо отметить, что мы не учитываем прочие операции «31 канала», так как не обладаем достаточной информацией о них. В связи с этим мы считаем нашу оценку более чем консервативной и в будущем, возможно, подвергнем ее пересмотру, по мере того, как станет доступно больше информации.

Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость акций группы компаний СТС Медиа составляет 29,60 долл. США за акцию, а потенциал роста цены на акции компании составляет 32%.

Оценка группы аналогов

Для того, чтобы оценка носила законченный характер, мы прибегаем к анализу группы аналогов компании СТС Медиа, однако мы не считаем этот метод оценки подходящим для данного случая, так как российских аналогов СТС Медиа недостаточно, а международные аналоги значительно отличаются по охвату рынков, уровню развития и уровню долга.

В целом СТС Медиа выглядит переоцененной в сравнении с международными аналогами. Однако по темпам роста медиа-сектора Россия значительно опережает европейские страны, что, на наш взгляд, объясняет расхождения в оценках и делает анализ группы аналогов менее применимым методом оценки в данном случае.

Таблица 16:
Анализ группы аналогов

	EV/EBITDA(x)			P/E(x)		
	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
СТС Медиа	14,14	10,63	8,68	25,41	19,53	15,93
РБК Инфосистемы	13,50	9,05	7,14	20,72	15,42	11,46
Медиасеть	6,10	5,93	5,75	16,18	15,74	14,57
ITV	13,69	13,21	10,86	24,50	21,76	17,18
TF1	10,21	9,00	8,14	16,53	14,25	12,28
Central European Media	15,68	11,88	9,59	30,97	20,66	16,77
SMG	10,28	8,95	7,30	20,41	13,05	8,38
RTL Group	10,96	10,35	9,17	17,05	16,01	14,82
Teletypos	2,03	1,91	1,82	25,70	20,09	22,28
TVA Group	9,60	8,94	8,61	14,11	14,79	14,87
Медиана	10,28	9,00	8,14	20,41	15,74	14,82

Источник: данные компании, расчеты ИФК Метрополь

По сравнению с аналогами СТС Медиа (медиана – 10,3x) торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 14,1x. В будущем, на наш взгляд, разница будет и в 2009 г. EV/EBITDA СТС Медиа составит 8,68x, а медиана аналогов – 8,14x.

По сравнению с аналогами СТС Медиа (медиана – 10,3x) торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 14,1x. В будущем, на наш взгляд, разница будет сокращаться и в 2009 г. EV/EBITDA СТС Медиа составит 8,68x, а медиана аналогов – 8,14x.

По P/E СТС Медиа также выглядит переоцененной по сравнению с международными аналогами. Согласно нашим расчетам, P/E компании в 2007 г. составит 25,41x, медиана аналогов – 20,41x; в 2009 г. СТС Медиа будет торговаться с P/E в 15,93x при медиане аналогов в 14,82x.

Приложение 1

Таблица 17:

Отчет о прибылях и убытках СТС Медиа, прогноз, тыс. долл. США

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Рекламные услуги	357 334	460 150	628 358	780 210	928 207	1 085 415	1 244 658
% годового роста	54%	29%	37%	24%	19%	17%	15%
в % от совокупной выручки	96%	96%	97%	97%	97%	98%	98%
Покупка программ	11 322	14 605	17 819	20 491	21 926	23 022	24 173
% годового роста	267%	29%	22%	15%	7%	5%	5%
в % от совокупной выручки	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Прочая выручка	2 178	2 222	2 266	2 311	2 358	2 405	2 453
% годового роста	10%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
в % от совокупной выручки	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Итого выручка	370 834	476 977	648 442	803 013	952 490	1 110 842	1 271 284
% годового роста	56%	29%	36%	24%	19%	17%	14%
ЕБИТДА*	173 964	224 179	298 283	365 371	419 096	482 105	539 025
% годового роста	67%	29%	33%	22%	15%	15%	12%
Норма ЕБИТДА%	47%	47%	46%	46%	44%	43%	42%
Операционные затраты							
Прямые операционные затраты	-15 774	-19 556	-26 132	-33 727	-43 815	-57 208	-69 921
% годового роста	24%	24%	34%	29%	30%	31%	22%
в % от совокупной выручки	-4%	-4%	-4%	-4%	-5%	-5%	-6%
Административно-хозяйственные расходы	-49 206	-64 392	-89 485	-116 437	-145 731	-172 180	-203 405
% годового роста	21%	31%	39%	30%	25%	18%	18%
в % от совокупной выручки	-13,3%	-13,5%	-13,8%	-14,5%	-15%	-16%	-16%
Прочие операционные затраты	-7 091	-6 678	-10 829	-10 439	-12 382	-6 110	-3 814
% годового роста	1084%	-6%	62%	-4%	19%	-51%	-38%
в % от совокупной выручки	-2%	-1,4%	-1,7%	-1,3%	-1,3%	-0,6%	-0,3%
Амортизация прав на программы	-118 026	-152 156	-209 447	-258 570	-308 607	-365 467	-422 066
% годового роста	53%	29%	38%	23%	19%	18%	15%
в % от совокупной выручки	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%	-33%	-33%
Амортизация купленных программ	-6 773	-10 017	-14 266	-18 469	-22 860	-27 771	-33 053
% годового роста	232%	48%	42%	29%	24%	21%	19%
в % от совокупной выручки	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%
Прочая амортизация	-19 651	-24 803	-33 071	-40 151	-46 672	-54 431	-61 022
Итого операционные затраты	-216 521	-277 600	-383 229	-477 792	-580 067	-683 168	-793 281
% годового роста	47%	28%	38%	25%	21%	18%	16%
в % от совокупной выручки	-58%	-58%	-59%	-60%	-61%	-62%	-62%
Операционный доход	154 313	199 376	265 213	325 220	372 424	427 674	478 003
% годового роста	71%	29%	33%	23%	15%	15%	12%
Норма операционного дохода, %	42%	42%	41%	41%	39%	39%	38%
Прочая прибыль/убыток	4 194	0	0	0	0	0	0
Чистые затраты на выплату процентов	1 705	5 550	3 891	4 818	5 715	6 665	7 628
Прибыль до выплаты налогов и доли миноритариев	160 212	204 926	269 104	330 038	378 139	434 339	485 631
Налог на прибыль	-48 969	-64 552	-86 113	-105 612	-121 004	-138 989	-152 974
Доля миноритариев	-4 918	-6 201	-8 430	-10 439	-12 382	-14 441	-16 527
Чистая прибыль	106 325	134 174	174 561	213 987	244 752	280 910	316 130
% годового роста	86%	26%	30%	23%	14%	15%	13%
Норма чистой прибыли, %	29%	28%	27%	27%	26%	25%	25%

* ЕБИТДА с учетом амортизации произведенных и купленных программ

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Таблица 18:

Прогноз по балансовой отчетности СТС Медиа, тыс. долл. США

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Активы							
Оборотные активы							
Ден. средства и их эквиваленты	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323	1 327 687
Дебиторская задолженность	8 640	11 113	13 997	17 333	20 560	23 978	27 441
Предоплата	38 302	49 265	62 049	76 839	91 143	106 295	121 647
Права на телепрограммы, чистые	41 634	53 551	67 446	83 524	99 071	115 542	132 230
Прочие оборотные активы	13 537	17 412	21 930	27 157	32 212	37 568	42 994
Итого оборотных активов	278 655	364 044	555 210	782 700	1 037 143	1 326 705	1 651 999
Внеоборотные активы							
Денежные средства ограниченные к использованию	120	0	0	0	0	0	0
Недвижимость и оборудование, чистые	22 388	86 434	85 786	85 786	86 738	87 849	90 392
Нематериальные активы, чистые	53 371	54 438	55 527	56 082	56 643	57 210	57 782
Гудвил	70 768	70 768	70 768	70 768	70 768	70 768	70 768
Права на произведенные телепрограммы, чистые	24 267	33 520	46 081	65 610	86 165	108 833	129 536
Права на купленные телепрограммы, чистые	7 611	7 897	8 306	8 852	9 252	9 800	10 073
Инвестиции в аффилированные компании	9 319	9 319	9 319	9 319	9 319	9 319	9 319
Прочие внеоборотные активы	18 298	23 535	29 642	36 708	43 541	50 780	58 115
Итого внеоборотные активы	206 142	285 912	305 429	333 125	362 426	394 559	425 984
Итого активы	484 797	649 956	860 638	1 115 825	1 399 569	1 721 264	2 077 983
Акционерный капитал							
Уставный Капитал	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515
Эмиссионный доход	327 587	327 587	327 587	327 587	327 587	327 587	327 587
Нераспределенная выручка и прочие запасы	91 915	243 107	425 840	655 832	915 211	1 211 095	1 541 662
Итого акционерный капитал	421 017	572 209	754 942	984 934	1 244 313	1 540 197	1 870 764
Доля миноритариев	3 124	5 722	7 549	9 849	12 443	15 402	18 708
Долгосрочные обязательства							
Кредиты	210	0	0	0	0	0	0
Отложенный налог	14 080	18 110	24 620	30 489	36 165	42 177	48 269
Итого долгосрочные обязательства	14 290	18 110	24 620	30 489	36 165	42 177	48 269
Текущие обязательства							
Кредиторская задолженность	13 353	17 175	23 349	28 915	34 297	39 999	45 776
Начисленные обязательства	5 508	7 085	9 631	11 927	14 147	16 499	18 882
Начисленные налоги	11 528	14 828	20 158	24 963	29 610	34 532	39 520
Кредиты и займы	0	0	0	0	0	0	0
Отложенная выручка	12 440	16 001	21 753	26 938	31 952	37 264	42 647
Прочие текущие обязательства	3 537	4 549	6 185	7 659	9 085	10 595	12 125
Итого текущие обязательства	46 366	59 637	81 076	100 402	119 091	138 890	158 951
Итого обязательства и акционерный капитал	484 797	649 956	860 639	1 115 825	1 399 569	1 721 264	2 077 984

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Таблица 19:

Денежный поток СТС Медиа, прогноз, тыс. долл. США

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Чистая прибыль за год	106 325	134 174	174 561	213 987	244 752	280 910	316 130
Амортизация оборудования	19 651	24 803	33 071	40 151	46 672	54 431	61 022
Амортизация произведенных программ	118 026	152 156	209 447	258 570	308 607	365 467	422 066
Амортизация приобретенных программ	6 773	10 017	14 266	18 469	22 860	27 771	33 053
Прочие неденежные поправки:	-2 110	-2 013	-2 618	-3 210	-3 671	-4 214	-4 742
Операционный доход до изменений в оборотном капитале	248 665	319 136	428 725	527 967	619 219	724 365	827 530
Дебиторская задолженность	-1 068	-1 374	-1 868	-2 313	-2 743	-3 199	-3 661
Предоплата	716	921	1 252	1 550	1 839	2 145	2 455
Прочие активы	-2 153	-2 769	-3 765	-4 662	-5 530	-6 449	-7 381
Кредиторская задолженность	-1 138	-1 464	-1 990	-2 464	-2 923	-3 409	-3 901
Отложенная выручка	2 732	3 514	4 777	5 916	7 017	8 184	9 366
Прочие обязательства	1 942	2 498	3 396	4 205	4 988	5 817	6 658
Полученные дивиденды	713	917	1 247	1 544	1 831	2 136	2 444
Приобретение программ и прав на их показ	-133 625	-171 712	-236 681	-297	-352 421	-416 455	-476 096
Денежный поток от операций	116 784	149 668	195 094	234 629	271 277	313 135	357 412
Инвестиционная деятельность							
Приобретение недвижимости и оборудования	-3 650	-6 911	-10 030	-11 033	-12 137	-13 350	-14 686
Приобретение нематериальных активов	-224	-288	-392	-485	-575	-671	-768
Приобретение компаний	-21 897	-81 650	-22 000	-28 632	-34 912	-41 521	-48 111
Выручка от продажи компаний	1 482	0	0	0	0	0	0
Выручка от продажи недвижимости и оборудования	673	0	0	0	0	0	0
Прочая инвестиционная деятельность	12	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-23 604	-88 849	-32 422	-40 151	-47 625	-55 542	-63 564
Свободный денежный поток	93 180	60 819	162 671	194 478	223 653	257 593	293 848
Финансовая деятельность							
Выпущено акций	105 041	0	0	0	0	0	0
Затраты на выпуск	-395	0	0	0	0	0	0
Выручка от исполнения опционов	5 856	0	0	0	0	0	0
Покупка ценн. бумаг	0	0	0	0	0	0	0
Получение кредитов	19 000	0	0	0	0	0	0
Выплаты по кредитам	-60 384	-210	0	0	0	0	0
Увеличение/(уменьшение) ограниченных ден, ср-вах	-12	-20	0	0	0	0	0
Дивидендные выплаты миноритариям	-3 750	-4 428	-5 586	-6 420	-7 343	-8 427	-9 484
Денежный поток от финансовой деятельности	65 356	-4 658	-5 586	-6 420	-7 343	-8 427	-9 484
Чистая выручка от операций с иностранной валютой	2 706	0	0	0	0	0	0
Чистое увеличение денежных средств и их эквивалентов	161 242	56 161	157 085	188 059	216 310	249 165	284 364
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	15 300	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	176 542	232 703	389 789	577 847	794 157	1 043 323	1 327 687

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Приложение 2

Список терминов и сокращений

- **Покрытие (Coverage)**, или процент семей, имеющих возможность принимать ТВ сигнал вне зависимости от того, смотрят ли они телевидение. Иногда также используется термин «техническое проникновение».
- **PUT (People Using Television)** - общее количество человек, смотревших телевизор в данный период времени.
- **CPT (Cost per Thousand)** - стоимость затрат на то, чтобы 1000 человек в выбранной целевой аудитории увидели данное событие.
- **CPP (Cost per Point)** – стоимость одного пункта рейтинга в 1000 долл. США/GRP означает, что для того, чтобы «заставить» 1% населения смотреть 30 секунд отрывок рекламного времени требуется 1000 долл. США.
- **Gross Rating Point (GRP) Inventory** – годовой запас пунктов рейтинга 30 секундного отрезка рекламного времени.
- **Рейтинг** – доля целевой группы или всей аудитории, смотревшей эфирное событие в каждые конкретные 30 секунд эфирного времени. Рейтинг в 2% означает, что каждые отдельно взятые 30 секунд эфирного события его смотрели 2% группы (аудитории).
- **Доля аудитории** – часть (в абсолютном выражении) или доля (%) от целевой группы или всей аудитории.
- **Доля рынка** - отношение валовой выручки канала к валовой выручке рынка телевизионной рекламы страны.

Хок Саншайн

Начальник брокерского
подразделения

Телефон (+7495) 9333307
E-mail hawksunshine@metropol.ru

Филип Таунсенд

Начальник аналитического
отдела

Телефон (+7495) 2230885
E-mail townsend_p@metropol.ru

Аналитический отдел

Филип Таунсенд

Старший аналитик
Телекоммуникации

Телефон (+7495) 2230885
E-mail townsend_p@metropol.ru

Алексей Кокин

Старший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kokin_a@metropol.ru

Сергей Васин

Аналитик
Телекоммуникации

Телефон (+7495) 9333316
E-mail vasin_s@metropol.ru

Заурбек Зульпукаров

Младший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail zulpakarov_z@metropol.ru

Марк Рубинштейн

Старший аналитик
Банковский сектор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail rubinstein@metropol.ru

Александр Назаров

Старший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 2230889
E-mail nazarov_a@metropol.ru

Надежда Тимохова

Младший Аналитик
Банковский сектор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail timohova_n@metropol.ru

Наталья Шутова

Младший Аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail shutova_n@metropol.ru

Ирина Прокопьева

Аналитик
Потребительские товары

Телефон (+7495) 9333316
E-mail prokopyeva_i@metropol.ru

Максим Худалов

Старший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail khudalov_m@metropol.ru

Андрей Диргин

Аналитик
Политический комментарий

Телефон (+7495) 9333316
E-mail dirgin_a@metropol.ru

Виктор Куликов

Младший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kulikov_v@metropol.ru

Виктория Шишкина

Переводчик

Телефон (+7495) 9333316
E-mail shishkina_v@metropol.ru

Джулия Белл

Редактор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail bell_j@metropol.ru

Роман Резанов

Переводчик

Телефон (+7495) 9333316
E-mail rezanov_r@metropol.ru

Илья Глотин

Редактор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail glotin_i@metropol.ru

Александр кондратьев

Дизайнер

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kondratiev@metropol.ru

Биржевые операции

Москва
Лондон

Телефон (+7495) 9333883
Телефон (+44207) 4396881

Клиентские операции

Москва
Лондон

Телефон (+7495) 9333303
Телефон (+44207) 4396881

Адреса

Москва

ИФК Метрополь
Головной Офис
Москва, 119049
Донская улица, д. 13
стр.1

Лондон

Metropol UK Limited
Princes House
38 Jermyn Street
London
SW1Y 6DN