



# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Гидромашсервис (-/В/-): итоги по МСФО за 9 месяцев 2013 года.



Moody's изменило прогноз по рейтингу Вологодской области «Ваз» со «Стабильного» на «Негативный».



Газпром (Ваа1/BBB/BBB) утвердил инвестпрограмму на 2014 г.

## Гидромашсервис (-/В/-): итоги по МСФО за 9 месяцев 2013 года.

На наш взгляд, Группа представила несколько негативные выборочные результаты за 3 квартал и 9 месяцев 2013 года. Завершение работ по Ванкорскому проекту заметно снизило показатели сегмента нефтегазовой отрасли, продемонстрировавшего отрицательную динамику по выручке и EBITDA. Заметная «просадка» была и в EPC дивизионе. Тем не менее, ключевое направление промышленных насосов продолжает демонстрировать рост финансовых метрик, в первую очередь маржинальности, что отчасти поддержало прибыль Компании, но все не в полной мере. Убыток Группы в 3 квартале составил 486,7 млн руб. Показатель долговой нагрузки остался на уровне середины текущего года – 2,6х (2,5х на 1 июля 2013 года).

Мы не ждем, что вышедшая отчетность существенно повлияет на доходности облигаций Компании. Основное внимание сейчас на 4 квартал и показатели ликвидности Компании.

**Комментарий.** На наш взгляд, Группа представила несколько негативные выборочные результаты за 3 квартал и 9 месяцев 2013 года. В целом, предоставленные результаты закрепляют основные тенденции, обозначившиеся еще в 1 полугодии 2013 года. Среди них мы отмечаем:

**Ухудшение структуры долга при снижении показателей ликвидности.** С начала года уровень долговой нагрузки Net Debt / EBITDA вырос с 1,9х на конец 2012 года до 2,6х на 1 октября 2013 года. Впрочем, нужно отметить, что с середины текущего года показатель оставался практически на одном уровне.

Последнее нельзя сказать о структуре долга в течении 2013 года мы наблюдали рост краткосрочного долга (с 2,2 млрд руб. до 4,6 млрд руб.), что, на наш взгляд, не способствует повышению финансовой устойчивости, особенно на фоне того, что денежный поток от операционной деятельности ушел в зону отрицательных значений («-480 млн руб.»). Запас денежных средств на балансе также снизился по сравнению с началом года (до 1,0 млрд руб. против 1,4 млрд руб.).

**«Отстающие» сегменты.** В текущем году мы наблюдаем давление на бизнес ГМС со стороны двух сегментов. Во-первых, завершение работ для Ванкорского месторождения привело к снижению в показателях Нефтегазового сегмента (EBITDA за 9 месяцев 2013 года составила 715 млн руб. против 1257 млн руб. за а.п.п.г.). Отдельно отметим убыточный

*денежный поток от операционной деятельности ушел в зону отрицательных значений*

*...завершение работ для Ванкорского месторождения привело к снижению в показателях Нефтегазового сегмента...*

18 декабря 2013

**...отметим убыточный  
строительный сегмент...**

строительный сегмент (ЕБИТДА за 9 месяцев 2013 года – «-389 млн руб.», входит в ЕРС), оказывающий давление на конечный финансовый результат Группы. Озвученные планы по продаже данного подразделения можно рассматривать как позитивный фактор, однако пока конкретные параметры не определены.

**Убыток в 3 квартале и снижение маржинальности.** Отметим, что в основном сегменте промышленных насосов ситуация смотрится несколько лучше. Хотя мы видим снижение маржинальности деятельности по сравнению с а.п.п.г., однако в 3 квартале 2013 года подразделение выглядело неплохо: если по итогам 1 полугодия ЕБИТДА margin был на уровне 16,5%, по итогам 9 месяцев он поднялся до 20%, практически вернувшись к уровням 2012 года (20,5% за 9 месяцев 2012 года). Однако это не смогло в полной мере компенсировать негативную динамику остальных подразделений, в результате июль-сентябрь Группа ГМС закончила с убытком в 487 млн руб.

**...возможность понижения  
рейтингов до «В-» в  
ближайшие три месяца...**

В целом, мы не ждем, что вышедшие результаты существенно повлияют на уровень доходностей бумаг ГМС. Напомним, в ноябре агентство S&P пересмотрело рейтинг Эмитента с «В+» до «В». При этом в отчете агентство указало, что «Помещение рейтингов Группы ГМС в список CreditWatch отражает возможность понижения рейтингов до «В-» в ближайшие три месяца, если группа не сможет восстановить показатели ликвидности». Таким образом, мы ожидаем, что для бумаг большее значения будут иметь данные 4 квартала 2013 года. Итоги 9 месяцев, скорее, свидетельствуют о том, что Компании придется приложить достаточно много усилий для выправления ситуации.

#### Финансовые показатели Гидромашсервиса по МСФО

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	Гидромашсервис (МСФО)				Изм. %
	1 пол. 12	1 пол. 13	9 мес. 2012	9 мес. 2013	
Выручка	14 939	15 455	23 563	24 066	2%
Операционный денежный поток	2 337	-1 344	1 902	-480	-
ЕБИТДА	2 472	2 172	4 021	3 658	-9%
ЕБИТДА margin	16,50%	14,10%	17,06%	15,20%	-
Чистая прибыль (убыток)	966	914	1 494	427	-71%
margin	6,50%	5,90%	6,34%	1,77%	-
	2012	1 пол. 13	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	39 719	43 212		п/а	-
Денежные средства и эквиваленты	1 402	2 428		1 040	-26%
Долг	13 428	17 333		16 202	21%
краткосрочный	2 198	3 509		4 567	108%
долгосрочный	11 230	13 824		11 635	4%
Чистый долг	12 026	14 905		15 162	26%
Долг/ЕБИТДА ltm	2,1	2,9		2,8	-
Чистый долг/ЕБИТДА ltm	1,9	2,5	2,5	2,6	-

Источники: данные Компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Елена Федоткова**

18 декабря 2013

## Moody's изменило прогноз по рейтингу Вологодской области «Ваз» со «Стабильного» на «Негативный».

Moody's объяснило действия растущим финансовым дефицитом области, увеличением долговой нагрузки и необходимостью в существенном финансировании в 2014 г. Ухудшение финансового положения региона во многом связано неважным самочувствием сталелитейной отрасли, на которую приходится значительная доля доходов субъекта, а также необходимостью исполнять обязательства по социальным расходам. Облигации Вологодской области, скорее всего, окажутся под давлением, в первую очередь более длинный выпуск 3400з, где больше ликвидности. Напомним, у области сейчас имеется только один рейтинг от Moody's.

**Moody's изменило прогноз на Негативный по рейтингу «Ваз» Вологодской области...**

**Эксперты отметили рост финансового дефицита и уровня долга, высокую потребность в финансировании в 2014 г....**

**Давление может возрасти на котировки облигаций Вологодской области...**

**Комментарий.** Вчера агентство Moody's понизило прогноз рейтинга Вологодской области в иностранной и национальной валюте до Негативного со Стабильного. Рейтинг области подтвержден на уровне «Ваз».

Эксперты Moody's связывают изменение прогноза с «растущим финансовым дефицитом области, увеличением долговой нагрузки и необходимостью в существенном финансировании в 2014 г.».

Так, по итогам 9 мес. 2013 г. общие доходы области снизились на 6% до 27,5 млрд руб. (г/г), при этом собственные доходы – на 1,4% до 20,99 млрд руб., безвозмездные перечисления – на 18,8% до 6,5 млрд руб.

Ухудшение финансового положения Вологодской области во многом связано неважным самочувствием сталелитейной отрасли, на которую приходится значительная доля доходов субъекта (45% в ВРП), а также необходимостью исполнять обязательства по социальным расходам.

Облигации Вологодской области, скорее всего, окажутся под давлением, в первую очередь более длинный выпуск 3400з, где больше ликвидности. Вместе с тем, за последние две недели облигации Вологодская область серии 34002 торговалась с доходностью 8,75-8,96%/490 дн., а 3400з – YTM 8,68-8,97%/658 дн., а последние сделки проходили уже с доходностью 9,11-9,2%, которая, на наш взгляд, вполне может отражать прошедшие изменения прогноза рейтинга «Ваз» на Негативный.

**Александр Полютов**

## Газпром (Ваа1/ВВВ/ВВВ) утвердил инвестпрограмму на 2014 г.

Во вторник совет директоров Газпрома одобрил первоначальный вариант инвестпрограммы на 2014 г. в общем объеме 806 млрд руб., что на 21% меньше размера программы на 2013 г. (1,026 трлн руб.). В новом году компания планирует 701,11 млрд руб. потратить на капвложения. Учитывая, что в последние годы Газпром уже неоднократно пересматривал стоимость своих программ в сторону увеличения, можно ожидать расширения планов инвестиций на 2014 г. уже в 1 кв., что во многом зависит от переговоров с Китаем по газовым поставкам. Планируемые капрасходы составят 12,6% от ожидаемых поступлений от операционной и инвестиционной деятельности в новом году (5,552 трлн руб.). С учетом комфортной по состоянию на конец 1 пол. 2013 г. метрики Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 0,5х, мы не ожидаем существенного давления на финрезультаты компании в 2014 г. со стороны одобренной программы. Новость оценивается как нейтральная для долговых бумаг компании.

### Комментарий.

*Первоначальная инвестпрограмма Газпрома на 2014 г. на 21% меньше программы на 2013 г...*

В минувший вторник совет директоров ОАО «Газпром» утвердил инвестиционную программу на 2014 г. в размере 806 млрд руб., что не стало новостью для рынка, так как эта цифра уже мелькала в СМИ в оценках инвестиционных планов компании еще в конце ноября. На капвложения планируется потратить 701,11 млрд руб. Согласно последней октябрьской версии, стоимость инвестпрограммы в 2013 г. составит 1,026 трлн руб. (на 21% больше текущих планов на 2014 г.).

В программе же на 2014 г. капрасходы составят 701,11 млрд руб., из которых инвестиции в капитальное строительство – 698,21 млрд руб., на покупку внеоборотных активов будет направлено 2,9 млрд руб., а объем долгосрочных финансовых вложений должен достигнуть 104,89 млрд руб.

Таким образом, капрасходы должны составить 12,6% от ожидаемых совокупных поступлений от операционной и инвестиционной деятельности Газпрома в 2014 г. (5,552 трлн руб., по оценкам самой компании).

*Инвестпрограмма не учитывает расходов на развитие газопровода «Сила Сибири» и Чаяндинского месторождения...*

Озвученные планы вряд ли окажутся окончательными. За последние годы Газпром уже неоднократно пересматривал бюджет своих инвестпрограмм в сторону увеличения. Ключевым фактором для перспектив инвест. планов являются предстоящие переговоры с Китаем по газовым поставкам. Так, текущая программа не учитывает расходов на развитие газопровода «Сила Сибири» и Чаяндинского месторождения для поставок газа в Китай. Годом ранее Газпром прогнозировал инвестиции на 2014 г. в 957 млрд руб., но эти оценки учитывали расходы на развитие «Силы Сибири» и Чаянды.

Озвученные пока размеры инвестпрограммы можно рассматривать как консервативные, но в то же время уместные в свете требований правительства к естественным монополиям взять стабильный тренд на сокращение расходов и в ожидании предстоящей заморозки тарифов. По итогам совещания кабинета министров по вопросу инвестпрограммы Газпрома во вторник, премьер-министр Медведев заявил, что в следующие годы ожидается последовательный рост размеров инвестиций компании и неуклонное сокращение операционных расходов.

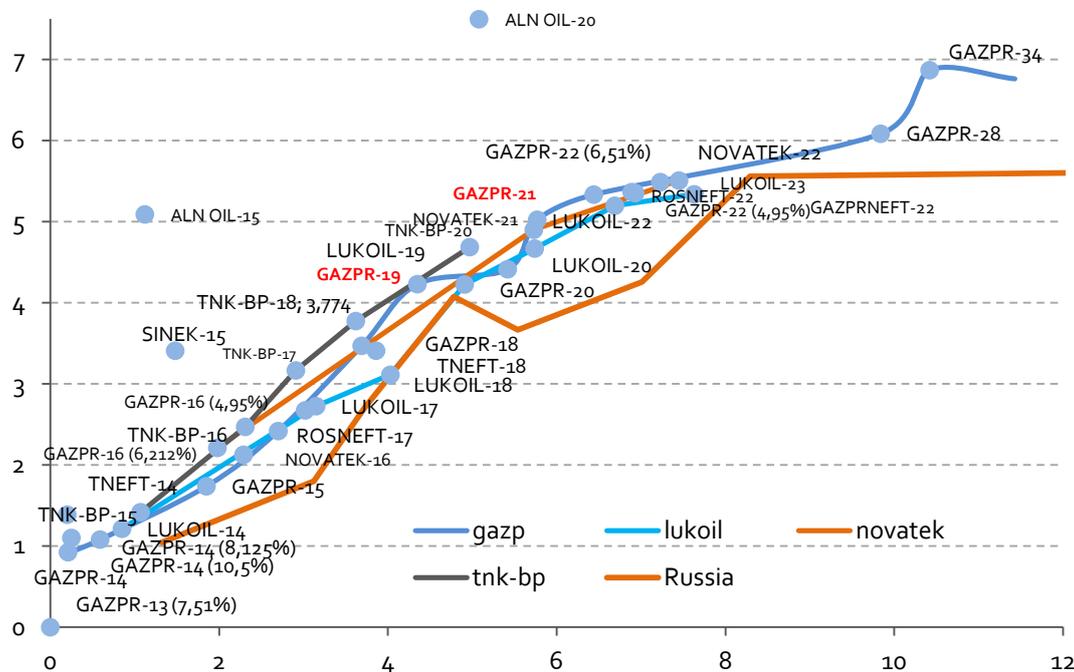
*Ожидаем нейтральной реакции в долговых бумагах компании на фоне предстоящей заморозки тарифов, возможного изменения размеров инвестпрограммы...*

Мы полагаем, что инвест. планы на следующий год вряд ли приведут к заметному увеличению долговой нагрузки. Напомним, что по состоянию на конец 1 пол. 2013 г. чистый долг компании составил 906,4 млрд руб., а краткосрочные обязательства – 310,4 млрд руб. (34,2% от этой суммы), соотношение Чистый долг/ЕБИТДА находилось на уровне 0,5х. По нашим оценкам, ЕБИТДА в следующем году сократится на 8%, выручка – на 1%, а соотношение Чистый долг/ЕБИТДА немного повысится с текущих уровней – до 0,6х.

Принимая во внимание низкую вероятность того, что представленная инвестпрограмма окажется последней редакцией, долговые бумаги компании, скорее всего, не проявят выраженной реакции. Мы нейтрально оцениваем бумаги

Газпрома. Традиционно на кривой Газпрома интереснее всего выглядят наиболее ликвидные еврооблигации GAZPRU-19 (Z-спред - 263,8 б.п.) и GAZPRU-21 (Z-спред - 277,2 б.п.).

Доходности еврооблигаций



Алина Арбекова

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

**Роман Османов**

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

**Елена Федоткова**

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

**Вадим Паламарчук**

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

**Александр Полюттов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ****Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский**

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

**Анатолий Павленко**

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

**Андрей Воложев**

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Денис Семеновых**

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

**ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Сурпин Александр**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

**Виктория Давитиашвили**

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является 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 быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, 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 обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.