

## ГИДРОМАШСЕРВИС – двухзначная доходность при высоком качестве

### Ключевые моменты

- Группа ГМС (далее ГМС) – крупный инжиниринговый холдинг, осуществляющий производство и поставки насосных систем компаниям нефтегазовой и электроэнергетической отрасли, предприятиям ЖКХ. Доля рынка – около 40%.
- Ключевыми акционерами ГМС являются Владимир Лукьяненко (24%) и Герман Цой (17%). 37% акций компании находится в обращении на лондонской бирже, остальные – распределены между менеджерами.
- Основными потребителями услуг ГМС являются нефтегазовые компании (70% выручки по итогам 2010 г.), а крупнейшими из них являются Транснефть (66% выручки за 9 мес. 2011 г.) и Роснефть (10% выручки).
- Масштабные инвестиционные программы нефтяных компаний и постоянная необходимость в разработке новых месторождений обеспечивают ГМС стабильный поток заказов.
- Финансовое положение Группы характеризуется как стабильное: оборот компании вырос почти в 2 раза по сравнению с 2009 г. (до 27,5 млрд руб. накопленным итогом за 12 мес. на 1.10.2011 г.), прибыль по EBITDA – более чем в 3 р. (до 5,4 млрд руб.). Рентабельность по EBITDA выросла с 10% в 2010 г. до 20% в 2011 г.
- Долговая нагрузка характеризуется как низкая: показатель Долг/EBITDA на конец 3-го кв. 2011 г. составил 1,06, а с учетом размещения нового займа, долговая нагрузка по итогам 2012 г. не превысит 1,4-1,6 EBITDA.
- Нестабильность денежных потоков, связанная с неравномерным поступлением платежей за контракты, требует от ГМС значительных инвестиций в оборотный капитал - в 2011 г. компания профинансировала около 5 млрд руб.
- Облигационный выпуск Группы предлагает уникальное соотношение риск-доходность. Факторами привлекательности займа являются высокая доходность для займов с дюрацией 2-3,5 года и возможность выпуска быть включенным в ломбард. Риски же мы видим в небольшом размере бизнеса и слабой ликвидной позиции компании.

### Основные показатели

#### Финансовые результаты по МСФО, млн руб.

МСФО, млн руб.	2010 г.	Изм, %	1П 2011 г.
Активы	22 478	<b>15,48</b>	22 830
Основные средства	5 949	<b>17,66</b>	6 487
Денежные средства	351	<b>-1,42</b>	494
Собственный капитал	2 955	<b>17,42</b>	8 164
Финансовый долг	4 648	<b>10,02</b>	4 599
Выручка	23 070	<b>24,50</b>	27 778
EBITDA	3 364	<b>40,74</b>	5 219
Проценты уплаченные	-819	<b>90,65</b>	-529
Чистая прибыль	1 581	<b>-18,97</b>	3 275
Рентабельность EBITDA	15%		19%
Чистая рентабельность	7%		12%
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	1,4		0,9
EBITDA/Проценты	4,1		9,9
Обор. ср-ва/СК	0,0		0,4
Финансовый долг/активы	0,2		0,2
Доля краткосрочного долга	0,6		0,4

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

#### Параметры займа

Тип займа	Классический
Серия	2
Сумма займа	3 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Дата закрытия книги	15 февраля
Дата размещения	17 февраля
Срок обращения	3 года
Купонный период	6 мес.
Ориентир ставки купона	10,5-11,00% годовых
УТМ	10,78-11,30% годовых
Дюрация	2,65 лет
Рейтинг выпуска	-/В+/-



## Краткий кредитный профиль

Группа ГМС является крупным инженеринговым холдингом, специализирующемся в области насосостроения. Компания предоставляет полный спектр услуг: от разработки и производства насосного оборудования до комплексного обустройства технологических и инфраструктурных объектов. Основными потребителями услуг ГМС являются компании нефтегазовой отрасли (70% выручки в 2010 г.), в частности, до 33% выручки компании за 9 мес. 2011 г. пришлось на контракты с Транснефтью и до 10% - с Роснефтью. Однако Группа работает над увеличением диверсификации своего клиентского портфеля и также предлагает решения для электроэнергетических компаний и объектов водного хозяйства.

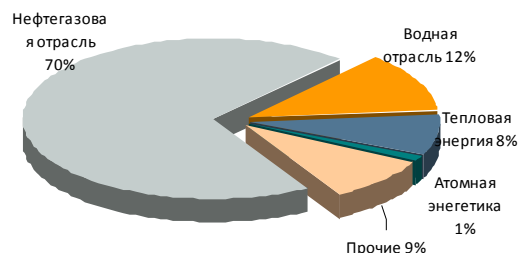
Группа ГМС обладает крепкими отраслевыми позициями. Ее доля на рынке насосного оборудования составляет около 40% благодаря заметно более широкому спектру предлагаемых услуг по сравнению с конкурентами (данные компании). В 2010 г. компании удалось увеличить свое присутствие в нефтегазовой и инфраструктурной отраслях. Так, продажи ГМС в нефтегазовой отрасли выросли на 41%, хотя рост рынка в целом составил 24%, а в сегменте инфраструктурных объектов рост составил 43% и 32% соответственно.

На основных рынках присутствия ГМС в ближайшие годы ожидается рост объема капитальных вложений, что должно обеспечить компании стабильный поток новых контрактов. До 2015 г. среднегодовой рост объема рынка насосного оборудования, по данным компании, составит 12%, инвестиции в сегменте электроэнергетики и инфраструктуры будут расти на 16,2%, в нефтегазовой отрасли – 11,2%. Отметим также, что лишь в разработку новых нефтяных скважин российские компании планируют вложить до 2020 г. до 300 млрд долл. или в среднем по 37,5 млрд долл. в год, тогда как в 2010 г. объем инвестиций составил лишь 19 млрд долл.

Крупнейшими акционерами Группы являются один из основателей компании Герман Цой (17%) и член совета директоров Владимир Лукьяненко (24%). 22% компании контролируется группой менеджеров, а 37% находится в свободном обращении на Лондонской бирже.

В конце 2011 г. агентство S&P подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг группы на уровне «BB+» со стабильным прогнозом. В числе ключевых рисков отмечаются зависимость себестоимости от цен на сырье (60% в себестоимости компании) и высокая доля Транснефти в портфеле контрактов (33% в выручке компании за 9 мес. 2011 г.).

### Структура продаж по отраслям в 2010 г.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

→ До 40% выручки ГМС приходится на 2 нефтяные компании.

→ Группа является лидером на рынке насосного оборудования.

→ Ожидаемый рост рынка насосного оборудования обеспечит ГМС потоком новых контрактов.



## Финансовое положение

Финансовое состояние ГМС характеризуется как стабильное. Выручка компании по сравнению с 2009 г. выросла более, чем в 2 раза (см. стр. 5) до 23 млрд руб. в 2010 г. и до 27,5 млрд руб. накопленным итогом за последние 12 месяцев к 1.10.2011 г. Положительная динамика прослеживалась и в маржинальности компании. Рентабельность по EBITDA выросла с 10,5% в 2009 г. до 14,5% в 2010 г. и до 19,6% на конец 3-го квартала 2011 г. Прибыль по EBITDA за период 4 кв. 2010 г. – 3 кв. 2011 г. составила 5,4 млрд руб. Чистая прибыль в тот же период составила 3,5 млрд руб., а рентабельность – 12,76% против почти нулевой в 2009 г.

Долговая нагрузка компании находится на низком уровне. Показатель Долг/EBITDA по итогам 3-го квартала 2011 г. составил 1,06, а покрытие процентов EBITDA – 7,2. Даже с учетом размещения нового облигационного займа долг компании, по нашим оценкам, не превысит 1,4-1,6 EBITDA. Положительно на качестве финансового состояния заемщика сказалось и привлечение капитала через IPO, что повысило долю собственного капитала с 13% в 2010 г. до 36% в 2011 г. и покрыло необходимость в привлечении средств.

Фактором риска для финансовой стабильности компании является значительный размер дебиторской и кредиторской задолженности, что негативно сказывается на ее ликвидной позиции (см. стр. 6). Из-за неравномерности платежей по крупным контрактам компании приходится финансировать изменение оборотного капитала самостоятельно. Только за первые 9 месяцев 2011 г. ГМС проинвестировала около 5 млрд руб., большая часть из которой была покрыта за счет средств, привлеченных на IPO.

## Позиционирование займа

Группа ГМС в среду закрывает книгу заявок на облигации серии 2 объемом 3 млрд руб. Срок обращения займа составит 3 года, оферты не предусмотрено. Ориентир купона составляет 10,5-11% годовых, что соответствует доходности к погашению 10,78-11,3% годовых и дюрации 2,7 лет. Размещение займа проходит от имени дочерней компании ЗАО «Гидромашсервис» под поручительством головной HMS Hydraulic Machines & Systems Group PLC и ЗАО «ГМС Насосы».

Для компании этот выпуск станет вторым выходом на российский долговой рынок, а первый был успешно погашен еще в конце 2009 г. В последнее время на внутреннем рынке наблюдалась нехватка первичных предложений от корпоративных заемщиков, поэтому мы полагаем, что новый выпуск ГМС заинтересует инвесторов. В пользу участия в размещении говорит предлагаемая эмитентом высокая доходность облигаций при стабильном финансовом

➤ Выручка и маржинальность компании показывают положительную динамику.

➤ Долговая нагрузка находится на низком уровне.

➤ Рост дебиторской и кредиторской задолженности ухудшили ликвидную позицию.

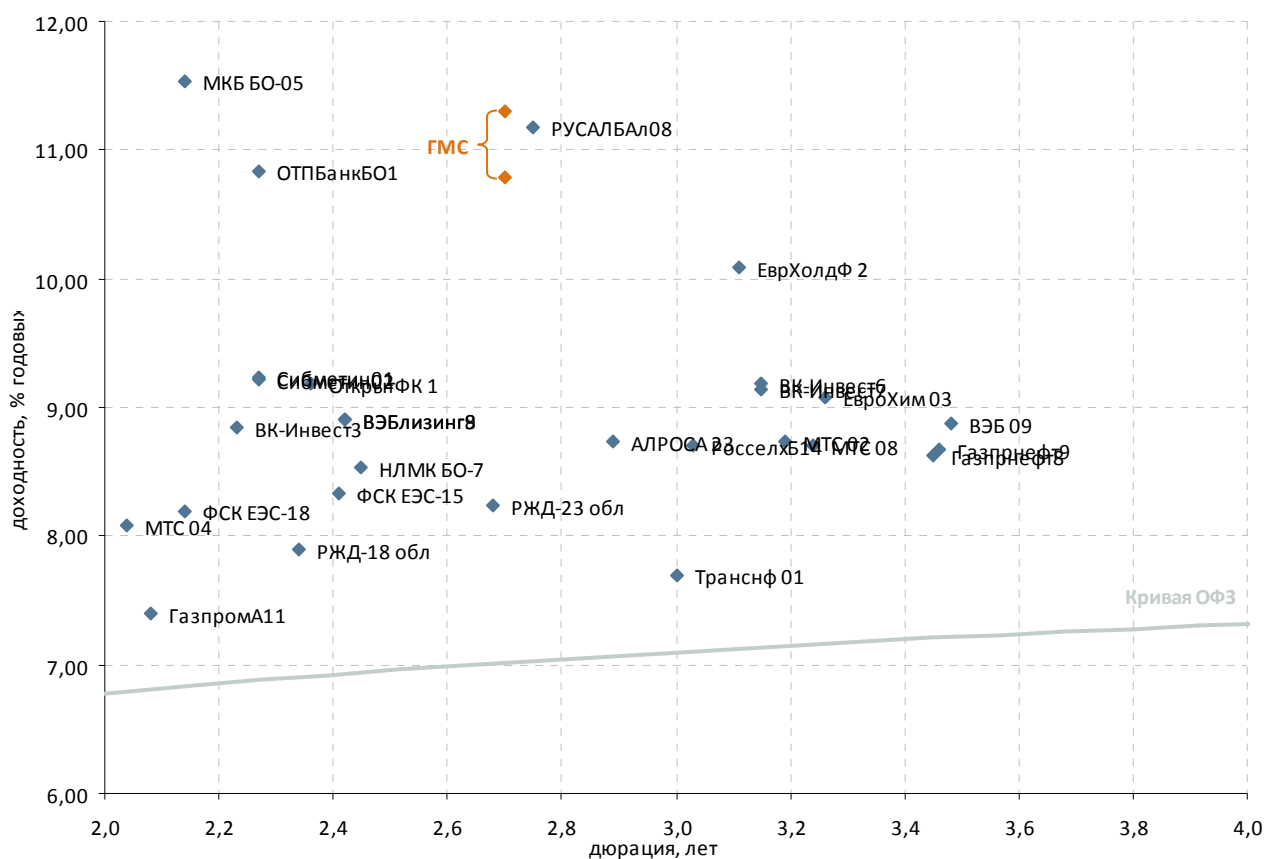
### Параметры займа

Тип займа	Классический
Серия	2
Сумма займа	3 000 млн руб.
Способ размещения	Букбилдинг
Дата закрытия книги	15 февраля
Дата размещения	17 февраля
Срок обращения	3 года
Купонный период	6 мес.
Ориентир ставки купона	10,5-11,0% годовых
УТМ	10,78-11,30% годовых
Дюрация	2,7 лет
Рейтинг выпуска	-/В+/-



положении. К примеру, большинство выпусков, обращающихся в настоящий момент на вторичном рынке, с дюрацией 2-3,5 года и приемлемым уровнем ликвидности предлагают доходность существенно ниже 10% и лишь займы Евраз-2 (-/В+/-), ОТП Банк БО-1 (Вa2/-/ВВ), Русал-8 (-/-/-) и МКБ БО-5 (В1/В+/В+) - в диапазоне 10-11,5% годовых, тогда как нижний ориентир доходности облигаций ГМС – 10,78% годовых. Кроме того, размещаемый выпуск удовлетворяет включению в ломбард, что также должно заинтересовать российских инвесторов.

Иван Манаенко, Анна Соболева  
bonds@veles-capital.ru



Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



## Приложение 1. Финансовые показатели

МСФО, млн руб.	2009	Изм., %	2010	Изм., %	01.10.2011
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>4 932</b>	<b>79%</b>	<b>8 804</b>	<b>21%</b>	<b>10 649</b>
Основные средства	3 955	50%	5 949	19%	7 095
Goodwill	354	491%	2 094	35%	2 830
Долгосрочные финансовые вложения	507	19%	603	-7%	563
Прочие внеоборотные активы	115	37%	158	2%	161
<b>Оборотные активы</b>	<b>6 811</b>	<b>101%</b>	<b>13 674</b>	<b>7%</b>	<b>14 634</b>
Запасы	3 180	-11%	2 841	43%	4 050
Дебиторская задолженность	2 778	274%	10 400	-8%	9 599
Денежные средства	758	-54%	351	129%	804
Краткосрочные финансовые вложения	1	450%	5	92%	10
Прочие оборотные активы	94	-18%	77	121%	171
<b>Итого активы</b>	<b>11 743</b>	<b>91%</b>	<b>22 478</b>	<b>12%</b>	<b>25 283</b>
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>2 273</b>	<b>96%</b>	<b>4 463</b>	<b>148%</b>	<b>11 076</b>
Уставный капитал	36	18%	43	14%	48
Добавочный капитал	211	н.з.	211	1571%	3 524
Собственные акции, выкупленные у акционеров	6	н.з.	-	н.з.	-
Резервы	(131)	49%	(196)	-56%	(87)
Нераспределенная прибыль	1 481	96%	2 897	97%	5 712
Доля меньшинства	670	125%	1 508	25%	1 879
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>3 772</b>	<b>30%</b>	<b>4 908</b>	<b>10%</b>	<b>5 397</b>
Долгосрочные кредиты и займы	3 438	12%	3 864	1%	3 888
Прочие	334	212%	1 044	45%	1 509
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>5 698</b>	<b>130%</b>	<b>13 107</b>	<b>-33%</b>	<b>8 810</b>
Краткосрочные займы и кредиты	1 893	-59%	784	130%	1 801
Кредиторская задолженность	3 256	232%	10 799	-44%	6 073
Прочее	549	178%	1 524	-39%	935
<b>Итого пассивы</b>	<b>11 743</b>	<b>91%</b>	<b>22 478</b>	<b>12%</b>	<b>25 283</b>

## Накопленным итогом

МСФО, млн руб.	2009	Изм., %	2010	Изм., %	01.10.2011
<b>Выручка</b>	<b>14 772</b>	<b>56%</b>	<b>23 070</b>	<b>19%</b>	<b>27 473</b>
Себестоимость	(11 164)	56%	(17 367)	11%	(19 202)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>3 608</b>	<b>58%</b>	<b>5 703</b>	<b>45%</b>	<b>8 270</b>
<b>SG&amp;A</b>	<b>(2 310)</b>	<b>16%</b>	<b>(2 676)</b>	<b>22%</b>	<b>(3 265)</b>
Прочие операционные доходы (расходы)	(98)	15%	(112)	93%	(216)
<b>Операционная прибыль (EBIT)</b>	<b>1 201</b>	<b>143%</b>	<b>2 915</b>	<b>64%</b>	<b>4 789</b>
Амортизация	(344)	31%	(450)	34%	(601)
<b>EBITDA</b>	<b>1 545</b>	<b>118%</b>	<b>3 364</b>	<b>60%</b>	<b>5 389</b>
<b>Норма EBIT, %</b>	<b>8,13</b>		<b>12,63</b>		<b>17,43</b>
<b>Норма EBITDA, %</b>	<b>10,46</b>		<b>14,58</b>		<b>19,62</b>
Чистые финансовые доходы	(818)		(762)		(452)
Внеоперационные доход	(100)		10		122
<b>Прибыль до налогообложения (EBT)</b>	<b>282</b>	<b>666%</b>	<b>2 163</b>	<b>106%</b>	<b>4 458</b>
<b>Норма EBT, %</b>	<b>1,91</b>		<b>9,38</b>		<b>16,23</b>
Текущий налог на прибыль	(212)		(582)		(952)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>70</b>	<b>2156%</b>	<b>1 581</b>	<b>122%</b>	<b>3 506</b>
<b>Норма чистой прибыли</b>	<b>0,47</b>		<b>6,85</b>		<b>12,76</b>

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ**

	Норма	2009	2010	01.10.2011
<b>I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:</b>				
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	<b>1,50</b>	1,56	1,28	1,93
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	<b>1,00</b>	2,77	4,96	4,83
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	<b>2,00</b>	3,45	1,38	1,06
EBITDA/Проценты к уплате	<b>1,00</b>	1,79	7,16	10,62
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	<b>0,10</b>	0,04	2,02	1,94
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	<b>0,08</b>	1%	7%	14%
Рентабельность продаж	<b>0,10</b>	8%	13%	17%
Рентабельность по чистой прибыли	<b>0,05</b>	0%	8%	13%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>				
Доля собственного капитала в балансе	<b>0,50</b>	0,14	0,13	0,36
Доля краткосрочной задолженности в балансе	<b>0,50</b>	0,49	0,58	0,35
Обеспеченность оборотных средств СК	<b>0,10</b>	0,16	0,04	0,40
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,42	0,39	0,42
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности	<b>0,25</b>	0,13	0,03	0,09
Коэффициент текущей ликвидности	<b>1,50</b>	1,20	1,04	1,66
Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами	<b>1,00</b>	0,72	0,76	1,03
<b>V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):</b>				
Оборачиваемость активов		1,26	1,03	1,09
Оборачиваемость оборотных средств		2,17	1,69	1,88

**РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ**

	Вес	2009	2010	01.10.2011
<b>I Соотношение притока ден.средств и долга</b>				
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	1,25	1,05	1,05
Долг/EBITDA	0,50	4,31	2,25	1,98
EBITDA/проценты к уплате	0,20	1,64	0,99	0,95
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	5,00	0,91	0,92
<b>II Рентабельность бизнеса</b>				
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	4,45	3,29	1,67
Рентабельность продаж	0,50	3,48	2,19	1,74
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	4,43	1,72	1,22
<b>III Структура капитала</b>				
Доля собственного капитала в балансе	0,33	4,31	4,32	3,67
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	2,92	3,43	2,26
Обеспеченность оборотных средств СК	0,33	1,78	4,17	1,10
<b>IV Ликвидность</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	4,01	4,43	4,22
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	3,52	3,74	2,71
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	3,69	3,61	2,92
<b>V Экспертная оценка (1-5):</b>				
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	4,00	4,00	4,00
Статус компании	0,33	3,00	3,00	3,00
Размер компании	0,33	2,00	2,00	2,00
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>		<b>3,38</b>	<b>2,64</b>	<b>2,12</b>
<b>Уровень кредитного риска</b>		<b>средний</b>	<b>средний</b>	<b>низкий</b>



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2012 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».





## Управление по работе с долговыми обязательствами

---

Екатерина Писаренко  
начальник управления  
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко  
зам. начальника управления  
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков  
зам. начальника управления  
EShilenzkov@veles-capital.ru

Антон Павлючук  
начальник отдела по работе с облигациями  
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова  
AShemetova@veles-capital.ru  
зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова  
зам. нач. отдела по работе с облигациями  
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова  
специалист по работе с облигациями  
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов  
специалист по работе с еврооблигациями  
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов  
начальник отдела по работе с векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова  
специалист по работе с векселями  
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина  
специалист по работе с векселями  
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук  
специалист по работе с векселями  
TKovalchuk@veles-capital.ru

## Управление анализа долгового рынка

---

Иван Манаенко  
начальник управления  
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
аналитик по банковскому сектору  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
аналитик долговых рынков  
ASoboleva@veles-capital.ru

Иван Лубков  
Программист  
ILubkov@veles-capital.ru

## Управление доверительных операций

---

Бейшен Исаев  
начальник управления  
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский  
инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед  
работа с инвесторами  
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua