

На этой неделе Гидромашсервис провел встречу с инвесторами, где постарался отчитаться на возникшие вопросы в связи получением Hydraulic Machines & Systems Group Plc ордера на замораживание активов, текущим финансовым состоянием и операционными планами на 2014 год. На наш взгляд, полученные ответы и прогнозы оставляют возможность дальнейшего апсайда для компаний Группы – до 100 б.п. по обоим выпускам по доходности. Последнее нам представляется интересной инвестицией, и мы рекомендуем инвесторам, готовым к повышенным рискам, бумаги Группы к покупке.

Среди рисков отмечаем окончание Credit Watch в конце марта, соответственно, рейтинг Компании может быть понижен или оставлен на прежнем уровне (мы склоняемся к последнему варианту), а также активы на Украине, которые представляют собой более 10% бизнеса Группы. Последний фактор смягчает расположение их в Сумской области, находящейся на севере Украины и примыкающей к России.

В понедельник, в то время как инвесторы наблюдали за обвалом рынков, ГМС рассказал, почему ситуация в Компании вполне стабильна, несмотря на информацию о претензиях к HMS Hydraulic Machines & Systems Group Plc (и другим лицам) на 400 млн евро и активы в Украине. Краткую информацию о встрече и наши впечатления мы приводим ниже.

Во встрече с аналитиками со стороны ГМС принимали участие:

Молчанов Кирилл - Исполнительный член Совета Директоров, Первый заместитель генерального директора, Финансовый директор,

Рыбин Александр – Директор по рынкам капитала.

Иск – не так страшен черт....

12 февраля 2014 года Компания (Hydraulic Machines & Systems Group Plc, головная компания Группы Гидромашсервис) получила на Кипре временное распоряжение Окружного Суда Никосии (Ордер). Ордер был получен на основе заявления Константина Григоришина и некоторых других истцов, против Владимира Матвеевича Лукьяненко, его сына Владимир Владимирович Лукьяненко, и двенадцати других обвиняемых, в том числе Компании, некоторых его акционеров и директоров. Среди прочего, Ордер замораживает собственность Владимира Матвеевича Лукьяненко и десяти других обвиняемых, в том числе Компании, некоторых его акционеров и директоров на сумму до 400 миллионов евро. Компания получила рекомендации ограничить распределение прибыли Общества его акционерам и держателям ГДР без разрешения суда или согласия истцов. В то же время, Ордер содержит исключение для обычной деятельности ГМС в размере до 100 000 евро. Согласно пресс-релизу Компании, **Ордер не влияет на повседневную деятельность дочерних компаний HMS.**

По данным Компании, заявления г-на Григоришина являются результатом продолжающегося корпоративного конфликта между совладельцами украинской компании Сумское НПО - г-на Григоришина и его давнего бизнес-партнера Игоря Куйда, с одной стороны, и В.В. Лукьяненко (который также является неисполнительным членом Совета директоров Компании и одним из ее главных акционеров), с другой стороны.

Руководство Компании полагает, что истинной причиной попыток вовлечь Компанию в этой «информационной войне» и привлечь ее к суду является

Елена Федоткова
fedotkovaev@psbank.ru

*...являются результатом
продолжающегося корпоративного
конфликта между совладельцами
украинской компании Сумское НПО*

*Ордер не влияет на повседневную
деятельность Компании в дочерней
компании.*

невозможность получения контроля г-ном Григоришиным над Казанькомпрессормаш (ККМ), производителем центробежных и винтовых компрессоров в России. Компания честно выиграла тендер на ККМ против Energy Standard Group, подконтрольной г-ну Григоришину.

Компания утверждает, что, по ее мнению и на основании рекомендаций юриконсультанта, нет никаких юридических оснований для претензий и обвинений, выдвинутых против Компании, сделанных г-ном Григоришиным и другими истцами. В частности, Компания и ее руководители не имеют никакого участия в конфликте между г-ном Григоришиным и г-ном В.В.Лукьяненко, и любое противоположное предложение является ложью.

21 февраля 2014 года состоялось первая сессия в суде Никосии, однако, по данным топ-менеджмента, это была «техническая встреча», на которой стороны знакомились с делом, друг с другом и определяли график и параметры дальнейшей работы. **Слушание по существу назначено на 17 марта 2014 года.**

Что здесь важно для держателей облигаций:

- Технически сейчас процесс затрагивает только выплаты дивидендов, то есть ограничений по обслуживанию имеющегося долга, в том числе облигаций, у Компании нет.
- Топ-менеджмент подтвердил, что операционную деятельность ордер не затрагивает, причем данная формулировка содержится в информации, раскрытой на сайте LSE, то есть за нее предусмотрена уголовная ответственность.
- Счета кипрской компании Hydraulic Machines & Systems Group Plc (головная компания Группы Гидромашсервис) используются под выплату дивидендов и, по словам компании, «ничего существенного там не зависло».
- Компанию в суде представляет одна из крупнейших и уважаемых юридических фирм - Cleary Gottlieb, что, на наш взгляд, подтверждает «подготовленность» Компании к разбирательству в суде и серьезность намерений.

На наш взгляд, все это заметно снижает риски облигаций ЗАО Гидромашсервиса. Что касается самой Hydraulic Machines & Systems Group Plc, то среди рисков мы отмечаем, что суть претензии не была раскрыта менеджментом со ссылкой на юридические препоны, поэтому в полной мере оценить вероятности здесь довольно сложно. Остается ориентироваться на слова топ-менеджмента, что ордер не имеет отношения к деятельности Группы ГМС, содержит много неясностей (в частности: то указано 400 млн евро, то 400 млн долл.), а также на наименование компании, предоставляющей интересы ГМС.

Операционная деятельность – ждем позитива?

Финансовые метрики, судя по заявлениям Группы ГМС (далее Компания, Группа, ГМС), к концу 2013 года улучшились. На конец года величина долга снизилась – до 12,4 млрд руб. за счет, по данным ГМС, полученных авансов по подписанным контрактам, выплат по завершённым проектам и оптимизации дебиторской задолженности. Кроме того, в начале текущего года Компания раскрыла информацию о получении 3-летнего кредита от UniCredit Bank на сумму 1,2 млрд руб., который планировала направить на рефинансирование текущего долга (4,6 млрд руб. на 1 октября 2013 года). Таким образом, Компания довольно успешно предпринимала шаги по управлению долговой нагрузкой. В феврале Компания устно озвучила, что краткосрочный долг для рефинансирования в текущем году составляет всего 700 млн руб.

На текущий момент объем открытых и неиспользованных кредитных

Слушание по существу назначено на 17 марта 2014 года.

Финансовые метрики, судя по заявлениям Группы ГМС, к концу 2013 года улучшились.

На текущий момент объем открытых и неиспользованных кредитных лимитов составляет как минимум 4 млрд руб.

лимитов составляет как минимум 4 млрд руб. (Сбербанк, НОМОС-БАНК). Тем не менее, компания полагает, что до конца года они будут выбраны из-за растущей операционной деятельности и потребности в оборотном капитале.

Что касается прогноза соотношения **Debt/EBITDA на конец 2013 года, то ГМС ожидает показатель на уровне 2-2,5x Net Debt / EBITDA** (2,6x на конец 3 квартала 2013 года). Напомним, ковенанты Компании предусматривают: более 4,5x – дефолт, более 4x – ограничение в заимствованиях, с 3,5x – ограничение по выплате дивидендов. Таким образом, на конец 2013 года даже по верхней планке прогноза ГМС исполняет ковенанты с существенным запасом. При этом Компания ожидает, что данная ситуация сохранится и на конец текущего года.

По операционным показателям прогнозы на встрече не озвучивались, однако Компания обратила внимание, что портфель заказов растет, в частности недавно были получены два больших заказа (второй находится в стадии подписания), которые, по прогнозам Компании, повысят финансовые метрики Группы. Подробности пока не раскрываются.

Рейтинг: быть или не быть?

Во втором полугодии прошлого года Группа испытывала напряженность с ликвидностью, что в том числе стало причиной движения в рейтингах ГМС осенью (понижение с «В+» до «В»). В декабре агентство S&P оставило рейтинг в списке CreditWatch с «Негативным» прогнозом. Агентство писало, что это «отражает сохраняющееся давление на «менее чем адекватные» показатели ликвидности компании со стороны значительного объема краткосрочных долговых обязательств».

Из важных моментов отметим **конец марта 2014 года - истекает срок Credit Watch по рейтингу S&P «В»**. То есть агентство должно подтвердить или понизить рейтинг (прогноз «Негативный»). Компания не стала комментировать свои ожидания. Сейчас, на наш взгляд, ситуация с долговой нагрузкой и ликвидностью смягчилась по этим показателям, поэтому высока вероятность, что рейтинг из-за них понижать не будут.

Активы на Украине: риск превышает 10% бизнеса ГМС.

У Группы есть актив на Украине, а именно в Сумской области, которая располагается на северо-востоке Украины, примыкает к России. АО «Сумский завод «Насосэнергомаш» специализируется на производстве насосного оборудования для добычи, транспортировки нефти и нефтепродуктов, для тепловой и атомной энергетики, жилищно-коммунального хозяйства, водоснабжения и водоотведения.

Данное подразделение является стратегически важным для ГМС, по признанию Группы. Кроме того предприятие формирует более 10% выручки и EBITDA от всего Холдинга. Таким образом, текущая ситуация в Украине может оказать существенное влияние на деятельность Холдинга в целом.

Интересно, что риски негативного развития ситуации (военных действий) в этом регионе менеджмент не стал обсуждать, сославшись на то, что реализация наиболее негативного сценария окажет такое давление на экономику России и ситуацию в целом, что проблемы Группы с украинским активами будут уже вторичны. С этим сложно не согласиться. Однако и при умеренно-негативном сценарии могут реализоваться краткосрочные риски на уровне таможи и т.д. даже в случае отсутствия военных действий.

Что можно рассматривать как смягчающий фактор, это географическое положение предприятия: в Сумской области достаточно спокойно, по сравнению с Киевом или Западной Украиной. Однако в конце февраля глава Сумской области все же подал в отставку.

Debt/EBITDA на конец 2013 года, то ГМС ожидает показатель на уровне 2-2,5x Net Debt / EBITDA

...на конец 2013 года даже по верхней планке прогноза ГМС исполняет ковенанты с существенным запасом.

...конец марта 2014 года - истекает срок Credit Watch по рейтингу S&P «В»

У Компании есть актив на Украине, а именно в Сумской области

Данное подразделение является стратегически важным для ГМС...

...при умеренно-негативном сценарии могут реализоваться краткосрочные риски на уровне таможи и т.д. даже в случае отсутствия военных действий.

Бумаги: под давлением конъюнктуры, но привлекательность сохраняется.

Отметим, что после встречи с аналитиками в понедельник, выпуск серии оз, то есть более «длинный» практически отыграл предыдущее падение. Оставшаяся премия к предыдущим уровням была также отчасти спровоцирована ухудшением конъюнктуры в целом в связи с ситуацией в Украине.

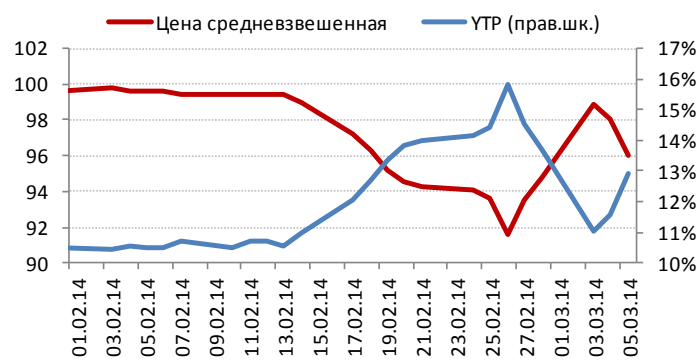
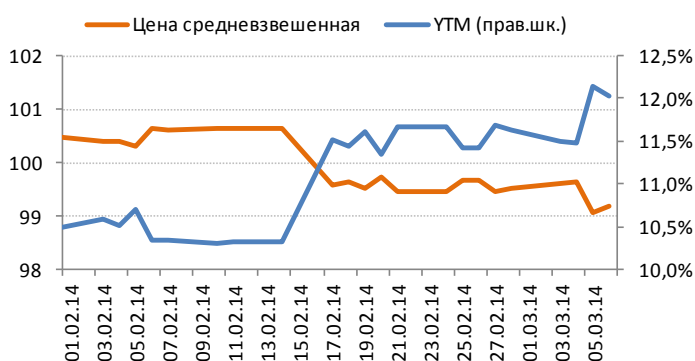
На этом фоне стал интересен и короткий заем, который, по сути, остался на прежних уровнях с 17 февраля 2014 года, когда вопрос ордера был наиболее острым. Вероятно, это связано с тем, что он не «проседал» так по доходности, как выпуск серии оз (см. график), поэтому не привлекал столько внимания к себе. Сейчас же, на наш взгляд, самое время присмотреться к нему повнимательней.

В целом, на наш взгляд, оба выпуска сохраняют возможность апсайда – до 100 б.п. по доходности, поскольку сейчас бумаги Гидромашсервиса торгуются на уровне облигаций эмитентов с рейтингом «В-»/Вз (Мечел (Вз/–/–), Татфондбанк (Вз/–/–)).

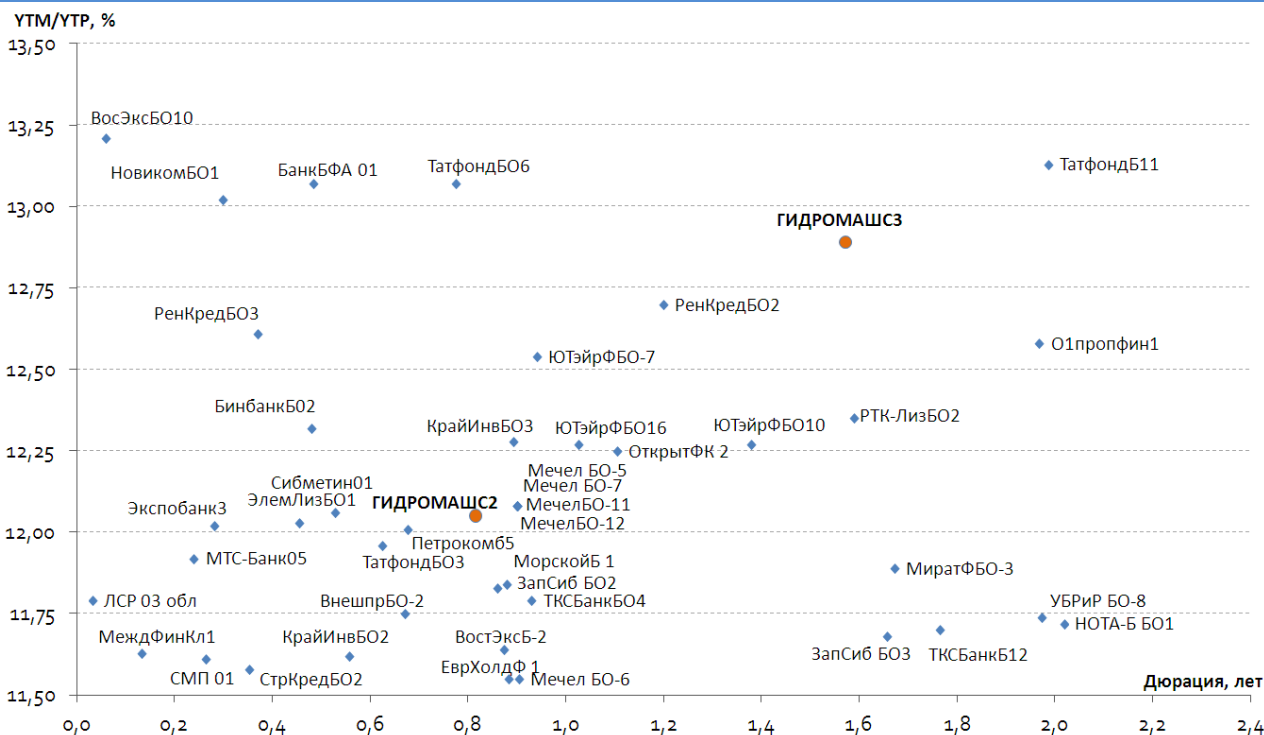
В целом, на наш взгляд, оба выпуска сохраняют возможность апсайда – до 100 б.п. по доходности

ГИДРОМАШСЕРВИС, оз (погаш. - февраль 2015 года)

ГИДРОМАШСЕРВИС, оз (оферта - февраль 2016 года)



Облигации Гидромашсервиса на карте доходности облигаций российских эмитентов



Ключевые финансовые показатели, млн руб.	Гидромашсервис (МСФО)				
	1 пол. 12	1 пол. 13	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
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	-	n/a	-
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, PSB Research

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Управление исследований и аналитики

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

e-mail: RD@psbank.ru Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB Research

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	PoluyotovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

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	Volozhev@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	davitishviliVM@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

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Миленин Сергей	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Бараночников Александр	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

© 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.