

Инвестиционная идея №23

Госкомпании. Приватизация.

Отказ от ответственности:

*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной на сайте Alenkacapital.com и в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

*****Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.***

Госкомпании. Приватизация

Акция	Рекомендация	Текущая цена руб.	Целевая цена руб.	Потенциал
АЛРОСА	Покупать	73,26	100+	+36,5%
Роснефть	Покупать	322,1	400	+24,2%
Башнефть ао	Держать	2942	3500	+18,9%
Башнефть ап	Хуже ао	2008		
ВТБ	Без рекомендации	0,0655		
Совкомфлот				

Предыдущая **Инвестиционная идея №20** связанная с дивидендами Госкомпаний, отработала двойко. В момент написания обзора еще ждем какие будут дивиденды у ФСК. Газпром обошелся без потерь. Россети чуток выросли и были вовремя заменены на ФСК 20 апреля <http://alencapital.com/dividends/riski-v-rossetyax/> Акции ФСК прибавили примерно 35%.

Впереди следующее мегасобытие для рынка и экономики, это приватизация 3.0. Мы не будем в данном обзоре заглядывать далеко и рассматривать приватизацию Сбербанка или Ростелекома, а сосредоточимся на том что уже реально выставлено на продажу в 2016 году. На эту тему был проведен специальный вебинар еще 12 февраля где я выделил три идеи: Башнефть ао, Роснефть и АЛРОСА. <https://2stocks.ru/2.0/webinars/elvis/investicionnye-idei-na-privatizacii-30>

Год	Госкомпания	Госдоля	Приватизация	Останется	Претендент
2016	Роснефть	69,50%	19,49%	50,01%	Сургутнефтегаз, CNPC
	Башнефть	50,08%	50,08%	0%	Сургутнефтегаз, ЛУКОЙЛ, ННК
	АЛРОСа	43,93%	10,90%	25%	Рынок, Керимов
	ВТБ	60,93%	10,92%	50,01%	В рынок
	Совкомфлот	100%	25%	75%	IPO
2017	Транснефть	78,11%	3,10%	75,00%	В рынок, Щербович
	Аэрофлот	51,17%	1,16%	50,01%	В рынок + 4,83% казначейских
	НМТП	20%	20%	0%	Консорциум Сумма/Транснефть
	РЖД	100%	5%	95%	IPO
2018	Ростелеком	45,04%	45,04%	0%	Ковальчук
	Русгидро	66,84%	16,83%	50,01%	Рынок, ВТБ
	Сбербанк	50,01%	25,00%	25,01%	Рынок
	Шереметьево	75,00%	75,00%	0,00%	Ротенберг и Пономаренко
Не планируется	Россети	85,31%			
	Интер-РАО	27,63%			Роснефтегаз будет докупать
	ОАК	90,35%			
	Россельхозбанк	100,00%			
	Роснефтегаз	100,00%			
	Газпром	50,01%			

Обзор ситуации:

Мы рассмотрим 5 компаний которые уже выставлены на продажу. Приватизация в ряде случаев интересна из-за того что стратег выставит оферту (Башнефть) или произойдет рост ликвидности и увеличение долей в индексах, в том числе MSCI (АЛРОСА) или как в случае Роснефти появится новый тяжеловес в индексе MSCI 10/40. Плюс на рынок выходит уникальный актив Совкомфлот. В ВТБ в теории может возникнуть стратегический акционер.

Вчера, 24 мая, Алексей Улюкаев довольно консервативно оценил планы на приватизацию, отметив что готова к продаже только доля в ЛАОСА (в 1-м полугодии).

"ОКНА" ПО ПРОДАЖЕ ВТБ И БАШНЕФТИ ОСЕНЬЮ ЕСТЬ, НО ЕСТЬ И РИСКИ ПО ВТБ ИЗ-ЗА САНКЦИЙ - УЛЮКАЕВ

УЛЮКАЕВ: ХОТЕЛОСЬ БЫ ХОТЯ БЫ ОДИН АКТИВ ПРОДАТЬ УЖЕ В I ПОЛУГОДИИ, НАПРИМЕР, "АЛРОСА" ГОТОВА

ПРОДАЖУ ТРЕХ КРУПНЫХ АКТИВОВ ИЗ ПЯТИ ДО КОНЦА ГОДА МОЖНО БУДЕТ СЧИТАТЬ УСПЕХОМ – УЛЮКАЕВ

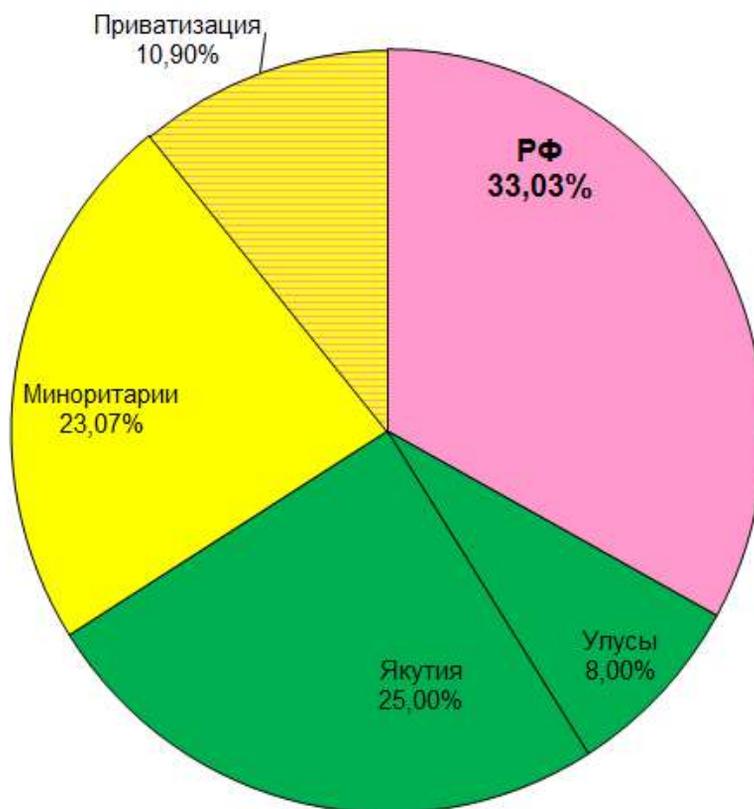
ИНВЕСТКОНСУЛЬТАНТОМ ПРИВАТИЗАЦИИ РОСНЕФТИ ВЫБРАН БАНК INTESA – УЛЮКАЕВ

Я считаю две из трех компаний госдоли в которых будут приватизированы в первую очередь это АЛРОСА и Башнефть. Третье место это Роснефть и Совкомфлот, пока не ясно наверняка. ВТБ вряд ли кого-то заинтересует, да и логичнее его продавать когда он выйдет в плюс, то есть после 2016, например весной 2017.



АЛРОСА:

Сама очевидная история на покупку это АЛРОСА. Уникальнейший на планете актив станет доступен для широкого круга инвесторов. Значение того что каждый может купить себе долю в крупнейшей кладовой алмазов трудно переоценить.

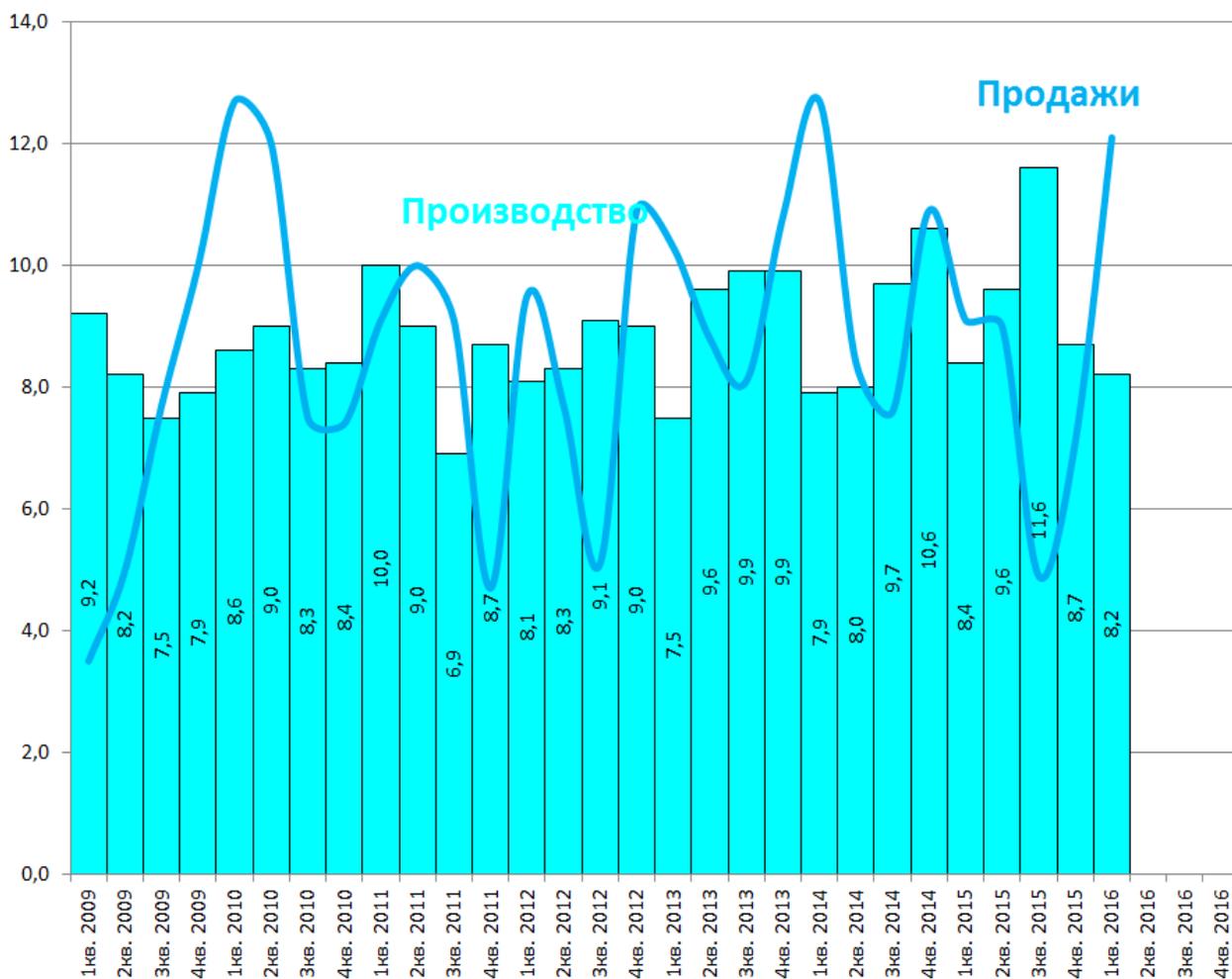
Структура акционеров АЛРОСА

Самая идея возникла еще осенью 2015, когда появился шанс купить дешево, но теперь инвесторам надо держать эти бумаги и даже докупать. Опасения, что 10,9% условно «выльют в стакан» думаю беспочвенны. Рост free-float привлечет покупателей, вес в индексе MSCI будет увеличен до 2,5% в августе или наверняка в ноябре, что привлечет сотни миллионов долларов.

В компании может появиться стратегический акционер, тем более ещё 8,03% акций из госдоли будет продаваться следующим траншем.

Что касается фундаментальных показателей, то стоит отметить ожидания сильного первого квартала (после того как акции отняли зимой на домыслах-страшилках о спаде спроса). 31 мая 2016 отчёт по МСФО. Продажи рекордные и значит показатели могут быть такими же.

Алмазы млн. карат

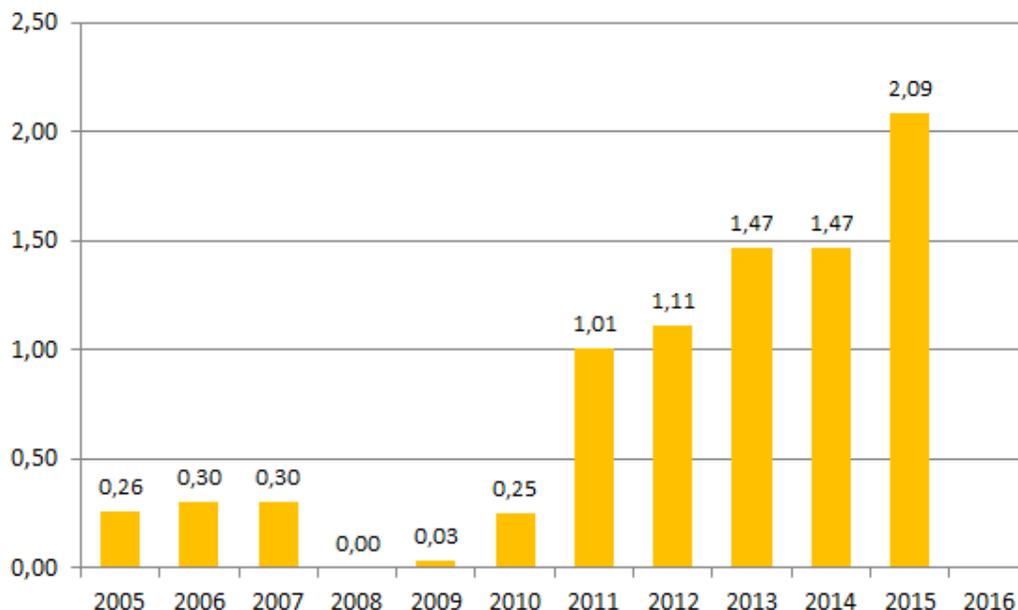


Плюс у АЛРОСА довольно большой долг в \$3 млрд. Рынок еще не увидел возможности для делевериджа за счет свободного денежного потока и реализации непрофильных активов. Только газовые дочки стоят \$1-2 млрд. А строительство «Силы Сибири» будет повышать спрос на них.

Еще пару слов о конъюнктуре. В отличие от прошлогодних «экспертов» у меня, как и у многих инвесторов, нет особых представлений о рынке алмазов, кроме обывательских. Но я особо отмечаю, что данный вид сырья, по сути «вечные ценности», очень слабо подешевел в долларах в ходе глобального сырьевого спада 2012-2015. Девальвация сделала АЛРОСА очень прибыльной.

В отличие от остальных госкомпаний (кроме пожалуй ФСК), АЛРОСА сохраняет интерес к себе и как дивидендная фишка. Ее дивидендная политика **35% прибыли по МСФО**. В этом году заплатит 2,09 рубля на акцию.

Дивиденды АЛРОСА



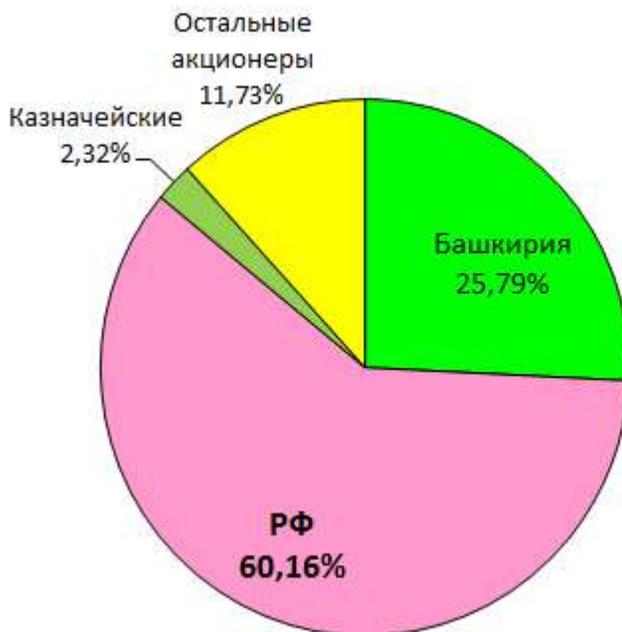
В прошлом и позапрошлом годах прибыль подкосило из-за бумажных потерь на курсовых разницах. В этом году этого не ожидается. Я, и главное инсайдер и акционер правительство Якутии, ожидаем в этом году 100 млрд. рублей чистой прибыли и соответственно дивиденд за 2016 будет около 4,75 рублей на акцию. Дальше еще лучше.

Продажа газовых активов приведёт к еще большей переоценке и повышению апсайда и это все не смотря на сложную конъюнктуру, которая может и сменится к лучшему.

Также представляет интерес и дочка [АЛРОСА-Нюрба](#).

Башнефть:

Госпакет 60,16% голосующих акций (50,01% от уставного капитала) на продаже. Стартовая цена, по словам того же Улюкаева, будет примерно на 20% выше текущих. Соответственно небольшой апсайд есть (+ дивиденды за 2015), приватизация скорее всего осенью.



Лично я покупать уже не могу психологически, так как покупал в феврале и уже продал, причем ниже текущих. В тоже время апсайд может увеличиться, так как возможен конкурс. Пока заявили два реальных претендента ЛУКОЙЛ и НК. Но так как сам конкурс еще не объявлен, то возможны сюрпризы. Важно знать что по закону госкомпания не может купить госкомпанию на приватизационном конкурсе, поэтому Роснефть, Газпромнефть, Татнефть и Славнефть не участвуют.

Моя старинная версия что компанию [купит Сургутнефтегаз](#). У него а) есть деньги, что сейчас самое главное, б) раньше ничего не доставалось и это нечестно, в) Путин дал Богданову орден (и возможно поручение), г) в плане строительства ВИНК уфимские НПЗ идеально дополняют добывающие мощности Сургутнефтегаза.

Мы рассмотрим различные сценарии.

Башнефть + ЛУКОЙЛ

ЛУКОЙЛ много не заплатит, но зато такая покупка, позволила бы ему оторваться от Газпромнефти и закрепить второе место в России по добыче, плюс небольшая синергия в Ненецком АО.

ЛУКОЙЛ + Башнефть



Нет никаких сомнений в порядочности ЛУКОЙЛа, компания однозначно выставит оферту по обыкновенным акциям.

Однако и оставаться в акциях Башнефти инвесторам не будет никакого смысла, особенно в префах. Во-первых, по ним не будет дивидендов (ЛУКОЙЛ все деньги направит на развитие), во-вторых на префы не будет оферты.

Башнефть + ННК

Скорее всего, весь кавардак вокруг Башнефти затевался именно под ННК Эдуарда Худайнатова, но это мы узнаем лишь через много лет. А вот сейчас в правительстве надеюсь не окончательно «потеряли берега» чтобы проводит такую сделку. Во-первых ННК погрязла в долговых проблемах (чтобы создать ННК потребовалось скупать активы с нуля). Во вторых очевидно, что ей придется агрессивно выкачивать дивиденды из свежего приобретения (долг/ЕБИТДА у ННК после покупки превысит все разумные значения).

Нет никакой синергии, кроме раздувания актива в размерах. ННК это выдуманное, наспех собранное из мелких кусков образование, (как писал выше собранно возможно именно под Башнефть).

ННК + Башнефть

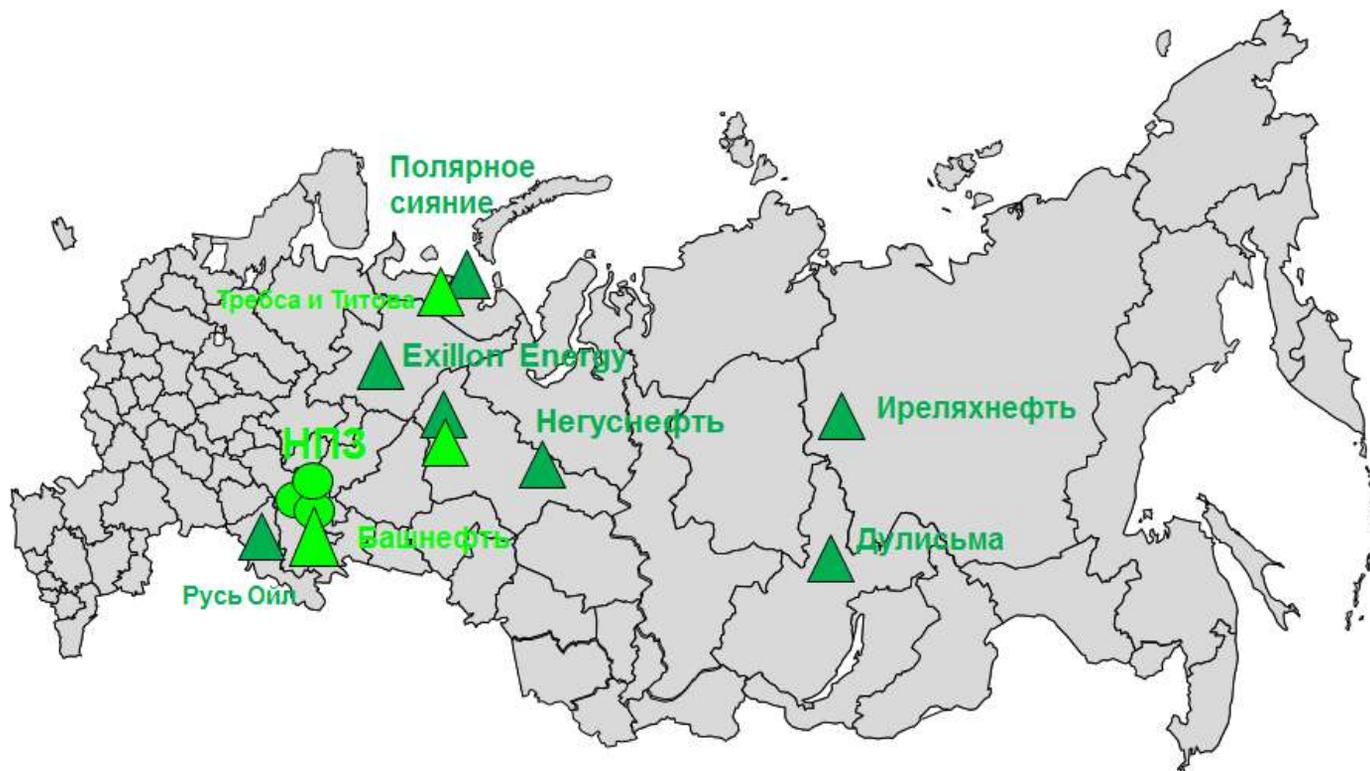


О развитии компании речи не будет. Это будет такой огромный комар выпивающий кровь из жертвы. Но миноры Башнефти получают большие регулярные дивиденды, зато на оферту денег может не хватить. То есть при этом сценарии префы очень и очень интересны.

Но я не верю, что такой очевидно коррупционный и нелогичный с точки зрения развития промышленного актива, ход будет осуществлен.

Башнефть + «Хотин-Ойл»

Есть еще один претендент. Это отец и сын Хотины, которые по аналогии с Худайнатовым (и Гучериевым в прошлом) из ничего собрали нефтяную компанию. У нее сейчас даже нет названия, но в отличие от НКК деньги у них есть. 89 млн. обычек Башнефти по 3500 рублей это примерно \$4,5 млрд.



Здесь также не видно никакой синергии, но их экстравагантные покупки и упорство дает шансы на то что они могут переплатить. Миноритариям, в то же время, от такого покупателя ничего хорошего ждать не приходится (см. акции Exillon Energy) кроме высокой оферты по обычке.

Башнефть + Сургутнефтегаз

Это с моей точки зрения основной претендент. Они способны переплатить в ходе аукциона, с лёгкостью потратив (в пользу казны) на 100 млрд. рублей больше, что выгодно всем. В том числе и держателем обычки Сургутнефтегаза, то есть произойдет раскрытие стоимости.

Сургутнефтегаз + Башнефть

Синергия очевидна, оферту скорее всего выставит, да еще и с премией. Обычка Башнефти в этом сценарии обладает потенциалом, а преф нет, так как ни оферты, ни дивидендов не будет.

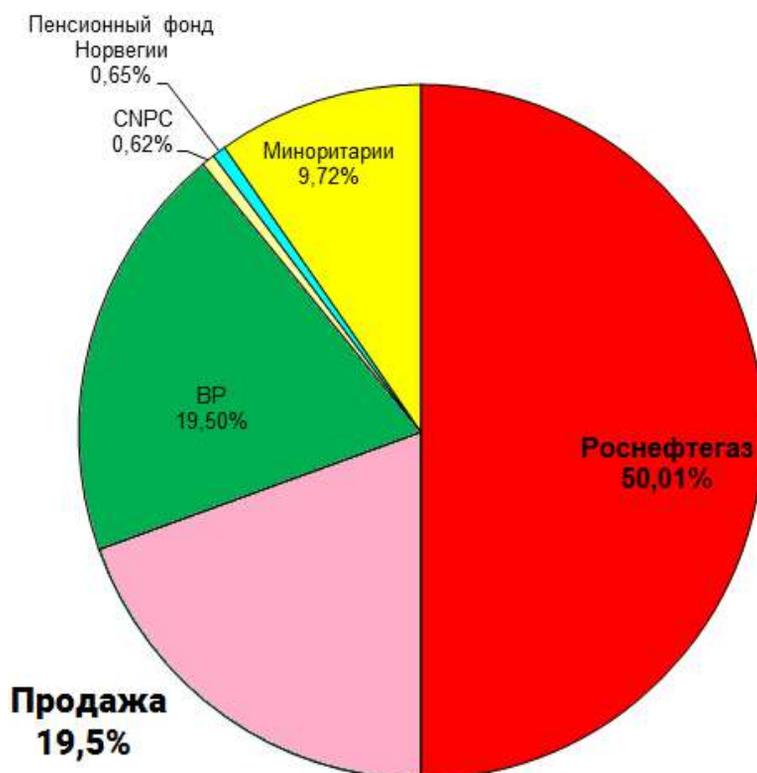
Выигрывают держатели забытой всеми дешевой обычки Сургутнефтегаза и проигрывают его префы. Так как кубышка станет меньше, да еще и акции Башнефти теперь будут переоцениваться на балансе что даст бумажный убыток (вряд ли они после аукциона будут дрожать).

Плюс Сургутнефтегаз могут попросить купить 19,5% Роснефти за 700-800 млрд. рублей, что существенно уменьшит запасы наличности на счете.

Роснефть

Это будет сделка года. Сейчас по словам Улюкаева 19,5% стоят 700 млрд. рублей. Как будут продавать актив? Вряд ли купит BP (иначе оферта). Есть два варианта. В рынок, то есть SPO. Либо стратегическому покупателю. Очевидно что может быть китайская CNPC либо консорциум азиатских инвесторов. Я думаю есть и запасной вариант, это Сургутнефтегаз.

Структура акционеров НК Роснефть



От способа продажи зависит очень многое. Если продадут пакет нескольким покупателям (в 2006 на SPO акции покупали многие глобальные нефтяники типа BP, CNPC, Petronas и т.д.), то тогда MSCI может увеличить значение free-float и она станет 4-м тяжеловесом взамен Магнита (или НоваТЭКа). Да и вообще капитализация Роснефти вот-вот обгонит Газпром и тогда это станет самая ликвидная и популярная фишка.

Даже если продадут одним лотом китайским инвесторам, то это позитив, большая открытость к акционерам да и продажа будет по цене явно выше текущих.

Роснефть сама по себе довольно интересный актив. И поучаствовать в приватизации возможно захотят многие. Капитализация чуть больше \$50 млрд. Если вы просто посмотрите сколько стоят мировые аналоги, то у вас будет небольшой шок:

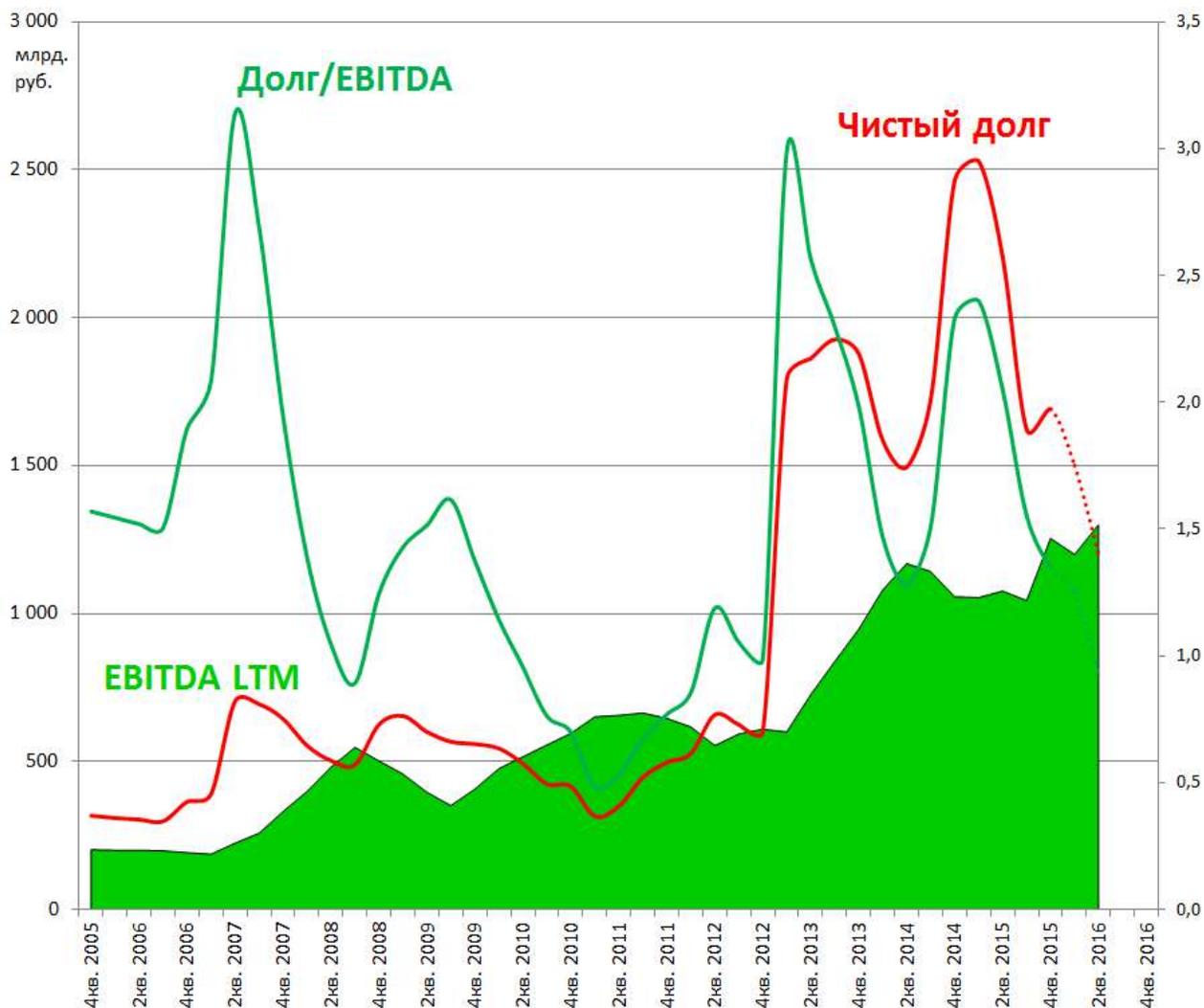
Компания	Мсар млрд. \$	Углеводороды млн. барр. н.э. в сутки
Роснефть	51	5,1
Exxon	371	4,0
PetroChina	192	4,0
BP	96	3,2
Shell	194	3,1
Shevron	188	2,6
Petrobras	35	2,6
Total	118	2,3
Eni	49	1,6
Conoco Philips	54	1,5
Saudi Aramco	1000 (IPO)	12,4

Нефть для всех продается по одной цене, только вот запасы у Роснефти гораздо больше, а себестоимость ниже. На вебинаре в начале года я говорил, что IPO Saudi Aramco приведет к появлению публичной компании №1 в мире, но и вторую тогда заметят. То есть вторая сделка года это размещение саудовской компании.

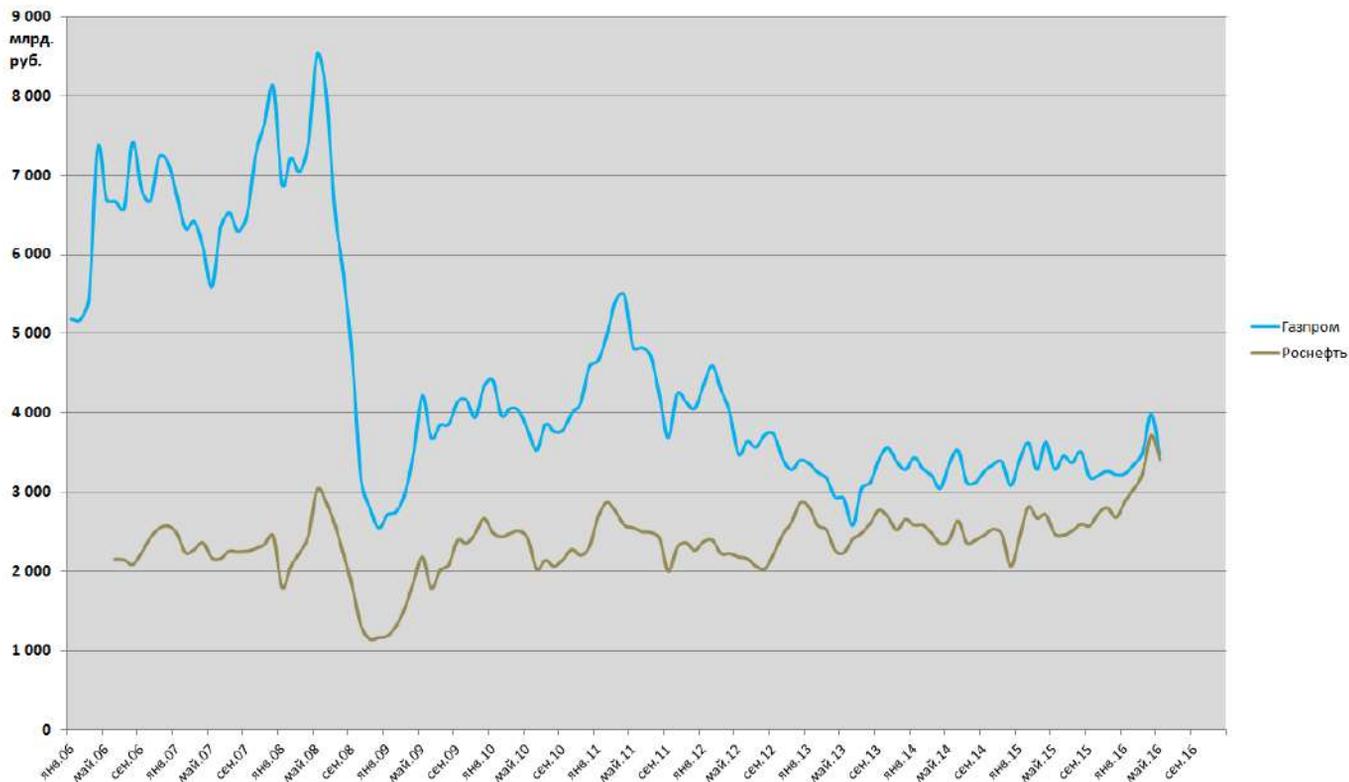
Роснефть делеверидж

Возвращаясь к инвестиционной идее №9 от 2.09.2015 (после было повышение цели). Я считаю, что дешевизна Роснефти связана не с падением нефти, а с дисконтом из-за большого долга, взятого на покупку ТНК-ВР (после чего компания превратилась в мирового лидера). Долг был в долларах и рынок преувеличил риски в момент девальвации. Однако мы видим что EBITDA растет, а долг стремительно гасится. В том числе и благодаря сверхвыгодным продажам миноритарных долей в новых добывающих активах азиатским стратегам. Об этом подобно написано в ИИ №9.

Так вот, ближайшие два отчета (за 1-й квартал в июне) покажут ликвидацию долговой проблемы. Тогда компания сохраняя свою невысокую EV прибавит в капитализации. Долг/EBITDA упадет ниже 1. Все аналитики рекомендовавшие продавать Роснефть из-за долга, сядут в лужу и начнут рекомендовать покупать.



Также не забываем, что Роснефть вот-вот станет №1 по капитализации в России. Это само по себе вызовет приток денег от фондов. Приватизация этому будет способствовать. Невероятно, но Газпрома сам подпортил себе динамику.



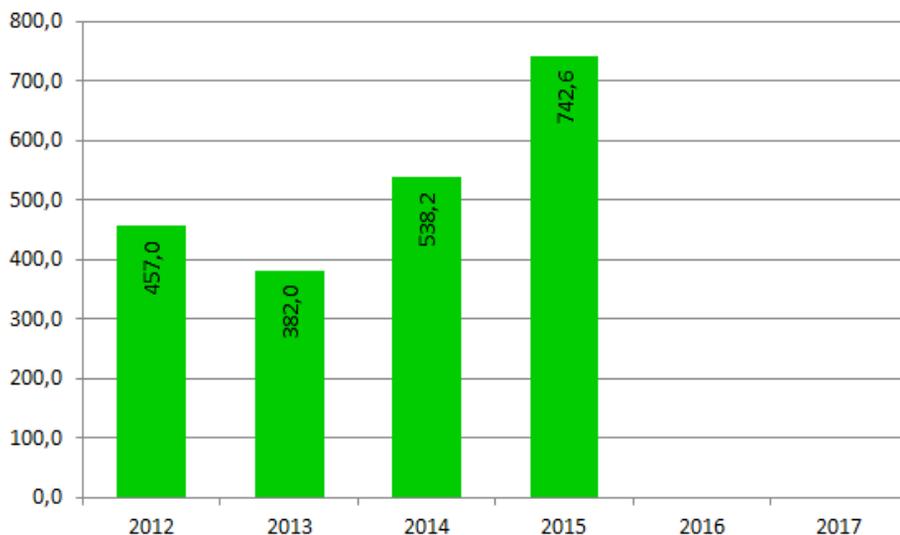
Совкомфлот:

Акции на рынке нет, 100% у государства. Вопрос покупать или нет на SPO? Самая крутая идея с этим связанная это была покупка привилегированных акций дочернего Новошипа. Но это в прошлом и мы в этом не поучаствовали.



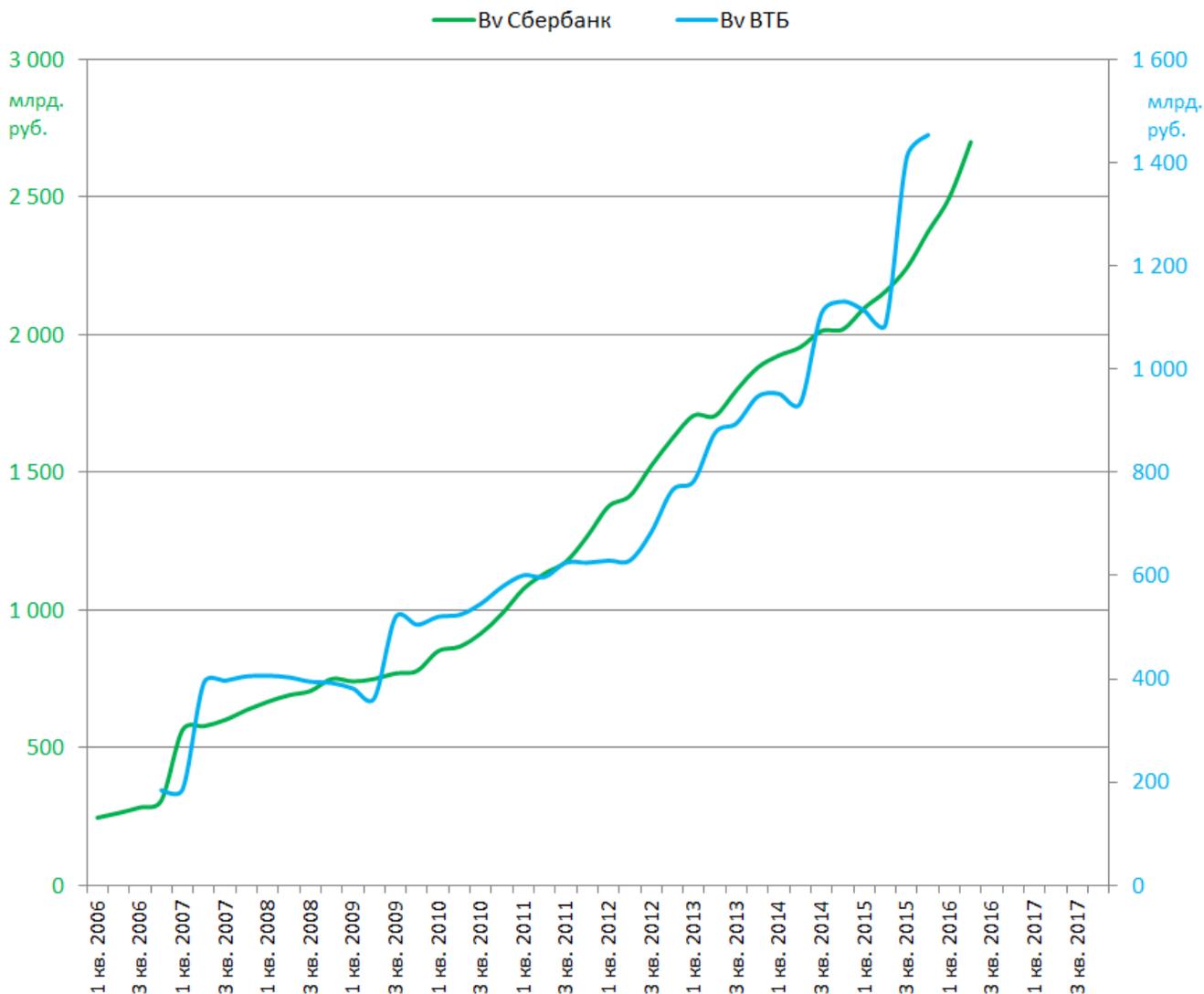
Цены тоже пока нет, так что все рассуждения бессмысленны. Компания прибыльная и растёт.

Совкомфлот EBITDA млн. \$



ВТБ:

Банк, с первого взгляда на динамику капитала и долю рынка, не проигрывает Сбербанку в честной борьбе. Однако это не так. Только регулярная помощь государства и АСВ с их бесконечными вливаниями удержали банк от коллапса в 2008 и 2015. Это хорошо для облигационеров, но акционеров размывают. Покупать я бы не стал, менеджмент все тот же.



Резюме и риски:

Приватизация это великолепный драйвер и улучшение качества корпоративного управления. В то же время на реальную продажу пока не выставлен еще ни один актив. Более того настоящая приватизация будет только у Башнефти. В остальных активах государство снижает свою долю, но сохраняет контроль.

Риски есть даже в Башнефти. Но тем не мене приватизация может серьезно изменить ландшафт всего российского рынка и привлечь инвестиции. Все подтвердят что компании из списка очень прозрачные.

[АЛРОСА](#), [Башнефть ао](#) и [Роснефть](#) по моему мнению подрастут в ходе приватизации.