

Alenka Capital

vk.com/alenskapital

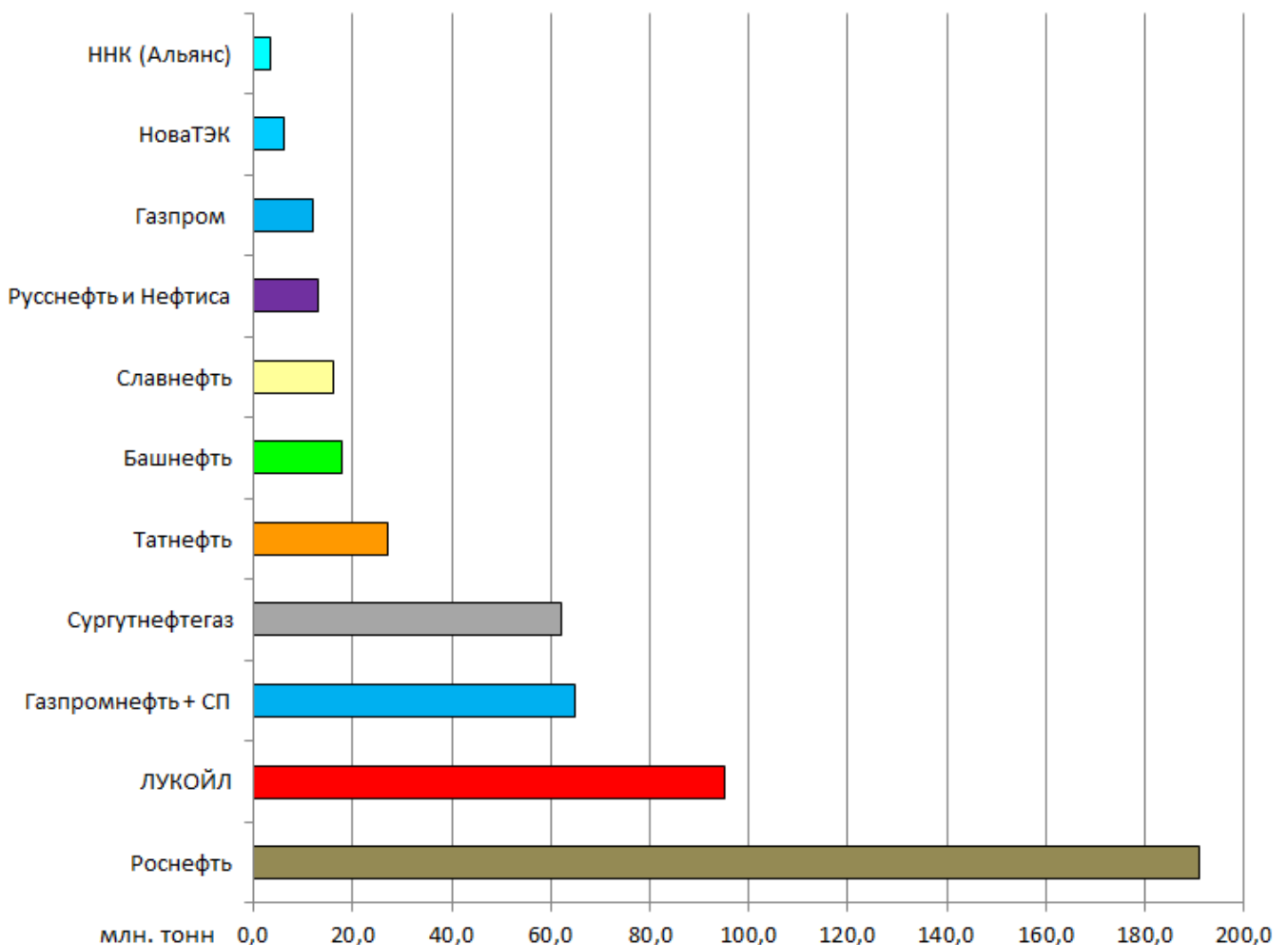
Инвестиционная идея №3

09.07.2015

Обънефтегазгеология. Нефть.

	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал
Обь НГГ ао	2000	10000	400%
Обь НГГ ап	1800	10000	455%

Условно, торгуемые нефтяные компании в России можно разбить на три группы. Первая это голубые фишки – Роснефть, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз. Вторая это Газпромнефть, Татнефть, Башнефть, Славнефть. Третья группа это дочки и внуки ВИНК, неконсолидированные по тем или иным причинам. Это исчезающий по объективным причинам вид и он не может не заинтересовать любителей акций третьего эшелона.



Какие сделки M&A могут произойти в ближайшее время в секторе?

1. Русснефть меняет долг на долю Glencore, после чего объединится с Нефтисой.
2. НКК после поглощения Альянс-ойл приходит в себя, но покупка небольших компаний не исключена.
3. Башнефть постепенно будут готовить к приватизации, как я считаю в пользу Сургутнефтегаза.
4. Иркутская нефтяная компания выходит на полку добычи в 4 млн. тонн (11-е место) и становится интересной для поглощений.
5. Газпромнефть и Роснефть «меняют схему управления Славнефтью».

Самая недооцененная нефтяная компания России, входящая в Славнефть Обьнефтегазгеология, может принести своим акционерам очень неплохую прибыль в ходе грядущей неизбежной реструктуризации компании. Для начала сравним с аналогами. Оценка дочек Русснефти по ценам последней оферты. В таблицу не включены всевозможные Exillon Energy, Urals Energy, Ruspetro торгуемые в Лондоне.

Таблица 1. Третий эшелон российской нефтянки.

Компания	Тиккер	Добыча млн. тонн	МСар млрд. руб.	Выручка млрд. руб	Прибыль 14 млрд. руб	Прибыль 13 млрд. руб
Славнефть	SLAV	16,108	119	197,4	-9,9	17,1
Мегион НГ	MFGS	8,949	70	126,7	-2,4	8,4
Удмуртнефть	UDMN	6,422	142	113,4	20,5	18,4
Обь НГГ	OBNE	3,602	6,5	37,3	-3,5	3,9
Варьеган НГ	VJGZ	1,685	18,5	25,1	4,0	0,2
Аган НГГ	ANGG	1,161	4,2	14,8	-1,6	1,6
Варьеганнефть	VARN	1,038	20,9	14,7	-1,9	1,3
Саратов НГ	SNFG	0,836	26,2	7,3	1,2	2,6
Мегион НГГ	SLME	0,391	2,7	4,2	-0,6	-0,1

Беглое сравнение показывает колоссальную недооценку Обьнефтегазгеологии к аналогам. Мы не сравниваем, сколько миллиардов долларов стоит сланцевый стартап в США с добычей в 4 млн. тонн, иначе бы шок был бы что надо. Однако есть шансы на справедливый выкуп. В этом и состоит инвестиционная идея.

Показатели всех нефтяных компаний «скакнули» и выглядят странно из-за традиционных для России валютных убытков из-за кризиса 2014. Ранее все нефтедобытчики были прибыльны и весьма. Показатели дочек Славнефти занижены из-за трансфертного ценообразования, но при разделе этот факт учитываться не будет. Делят переработку, запасы и добычу.

Ранее с рынка ушли многочисленные добывающие компании: Пурнефтегаз, Сахалинморнетфегаз, Оренбургнефть, Самотлорнефтегаз, Ноябрьскнефтегаз, ОНАКО, ТНК, ВНК, СИДАНКО, почти все НПЗ и большая часть нефтепродуктов, консолидация продолжается. Из последнего с рынка ушли акции уфимских НПЗ, Башнефтепродукта и Оренбургнефтепродукта входе перехода на единую акцию Башнефти, а также поглощенный Московский НПЗ. Готовится squeeze-out в Орскнефтеоргсинтезе. Консолидация всех компаний из таблицы, пожалуй, за исключением Удмуртнефти неизбежна.

Для начала вернемся к истории Славнефти. Идея покупать ее акции на чудо распродаже возникла в мае 2013. Подробно здесь:

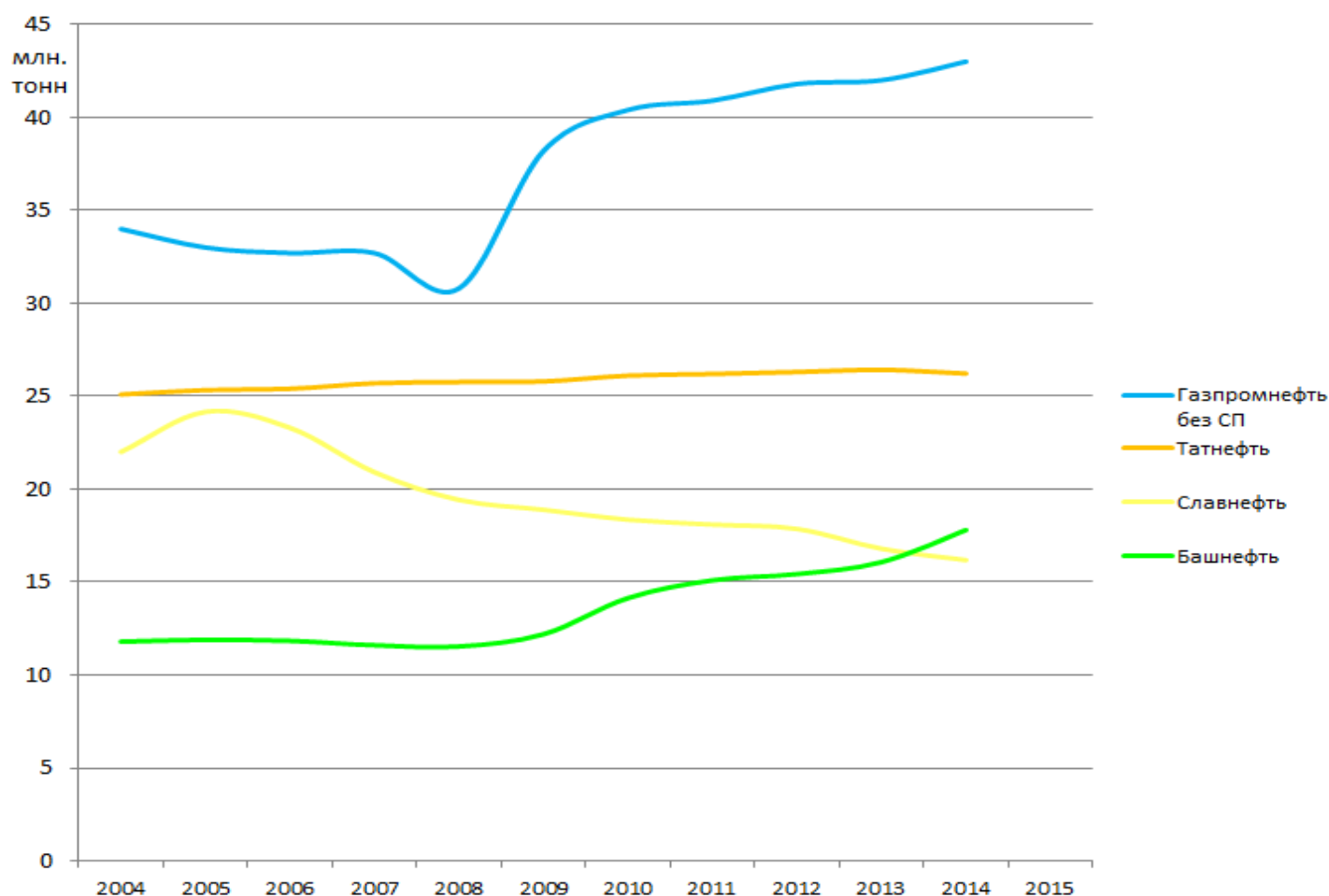
Славнефть самая дешевая ВИНК. <http://elvis.whotrades.com/blog/43672113685>

Славнефть и дочки. <http://elvis.whotrades.com/blog/43248934910>

Славнефть расторговалась. <http://elvis.whotrades.com/blog/43116140863>

Славнефть получила дивы от дочек. <http://elvis.whotrades.com/blog/43095244472>

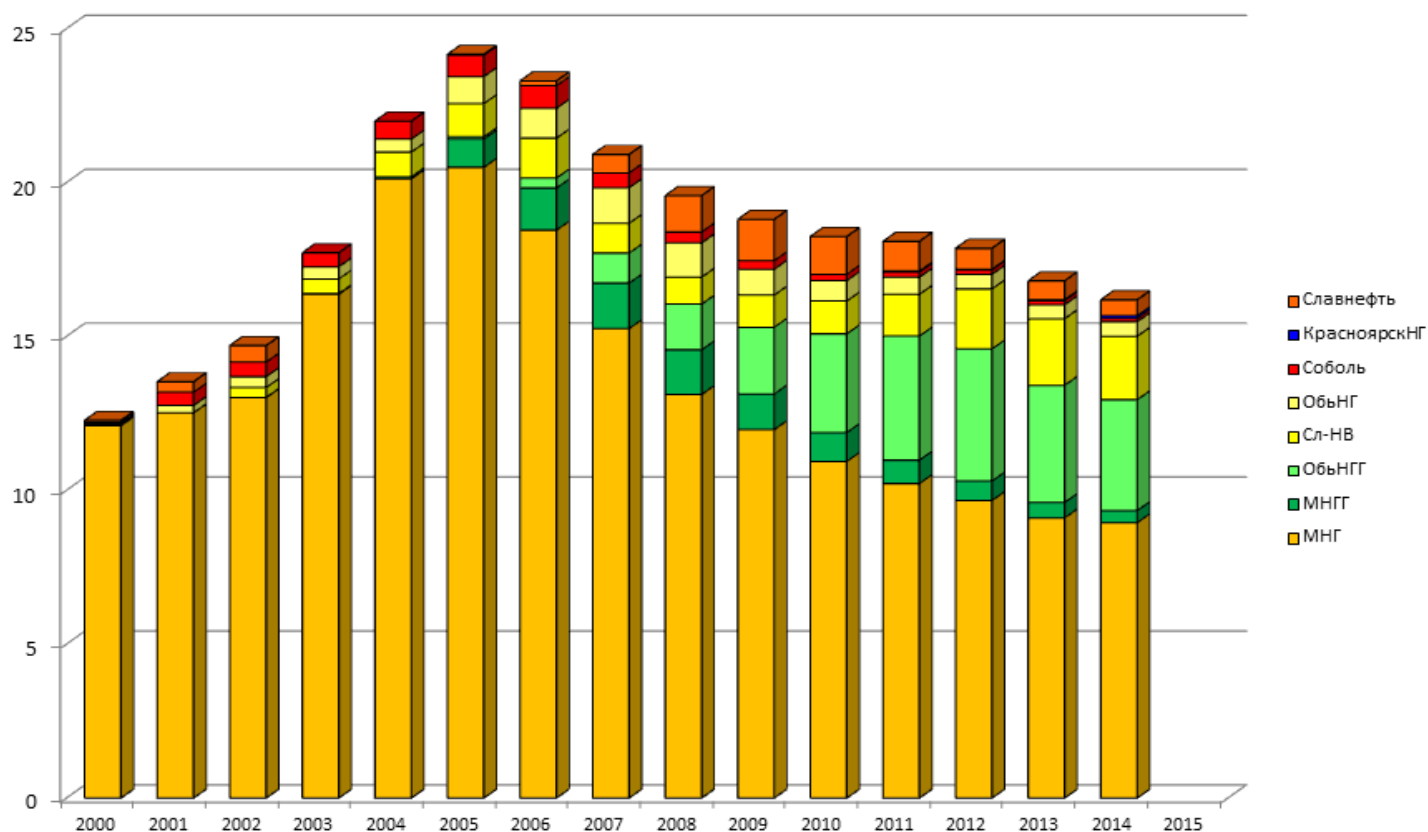
В целом идея заключалась в том, что Славнефть добывала и перерабатывала нефти чуть больше чем Башнефть, а стоила в 7 раз дешевле. Все покупали Башнефть, возможно из-за стадного чувства забегания в уходящий поезд, возможно из-за неправильной оценки способности компании платить большие дивиденды, а Славнефть в упор не замечали.



Через некоторое время Славнефть подорожала вдвое, а Башнефть подешевела почти втрое. Кстати Славнефть заплатила 20%-ные дивиденды за 2013.

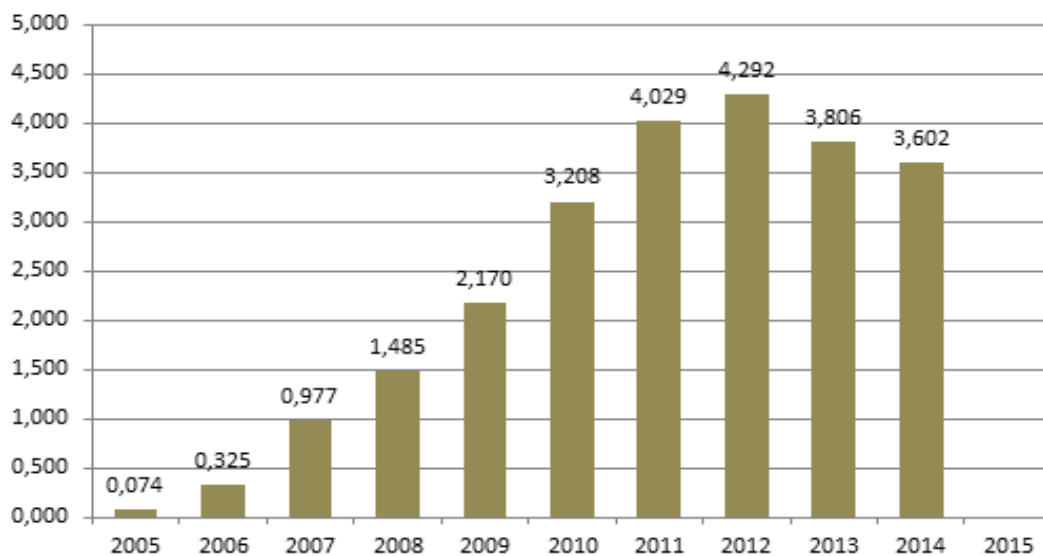
В настоящий момент, после отскока в Башнефти, соотношение капитализаций 320 vs 120 млрд. рублей. Добыча 17,8 vs 16,1 млн. тонн. Переработка 21,7 vs 27,5 млн. тонн. Но дочки Славнефти гораздо интереснее и акции холдинга я с прибылью продал.

Обънефтегазгеология дала почти четверть добычи в 2014, доля в добыче холдинга увеличивается. Да, вы видите на диаграмме, что добыча Славнефти падает с 2006, а добыча ее акционеров растет. И вот хозяева решили остановить этот процесс деградации в бесхозной компании, но об этом ниже.

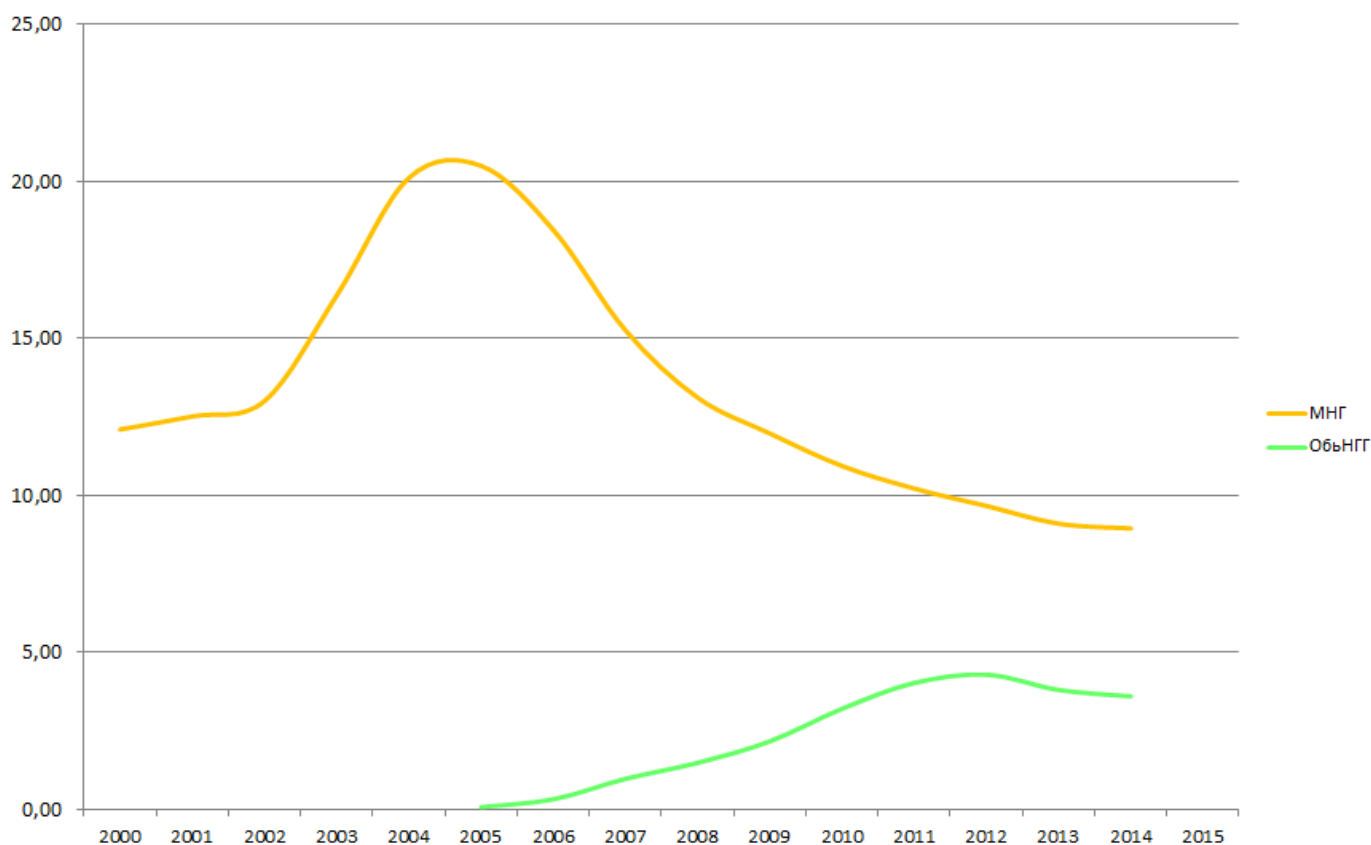


Обънефтегазгеология вывела «на полку» Тайлаковское месторождение.

Добыча Обь НГГ млн. тонн

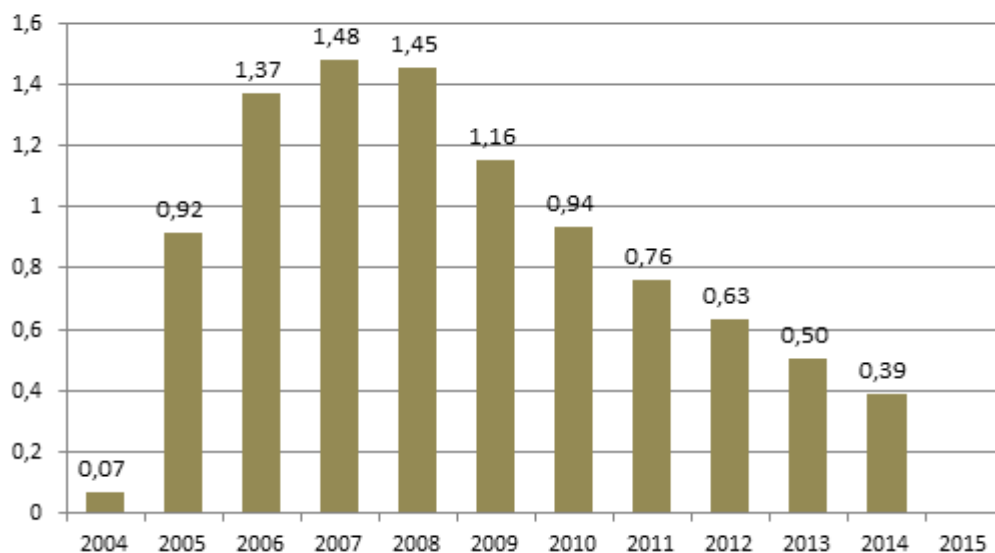


Однако компания, которая дает 16% выручки и сгенерировала в 2013 18% прибыли (в 2012 целых 31%), дает лишь 4% вклад в капитализацию холдинга (учитываем 80,24% акций). То есть сама Славнефть недооценена, так еще Обьнефтегазгеология недооценена к сестрам! На российском рынке у миноритариев любовь к Мегионнефтегазу, очевидно из-за того, что он торгуется на ММВБ. Но он разрабатывает иссякающие месторождения, добыча больше чем у ОбьНГГ в 2,5 раза, а вот стоит он 10,5 раз дороже, причем это сестры. Покупка акций МегионНГ (даже после коррекции) математически не оправдана.



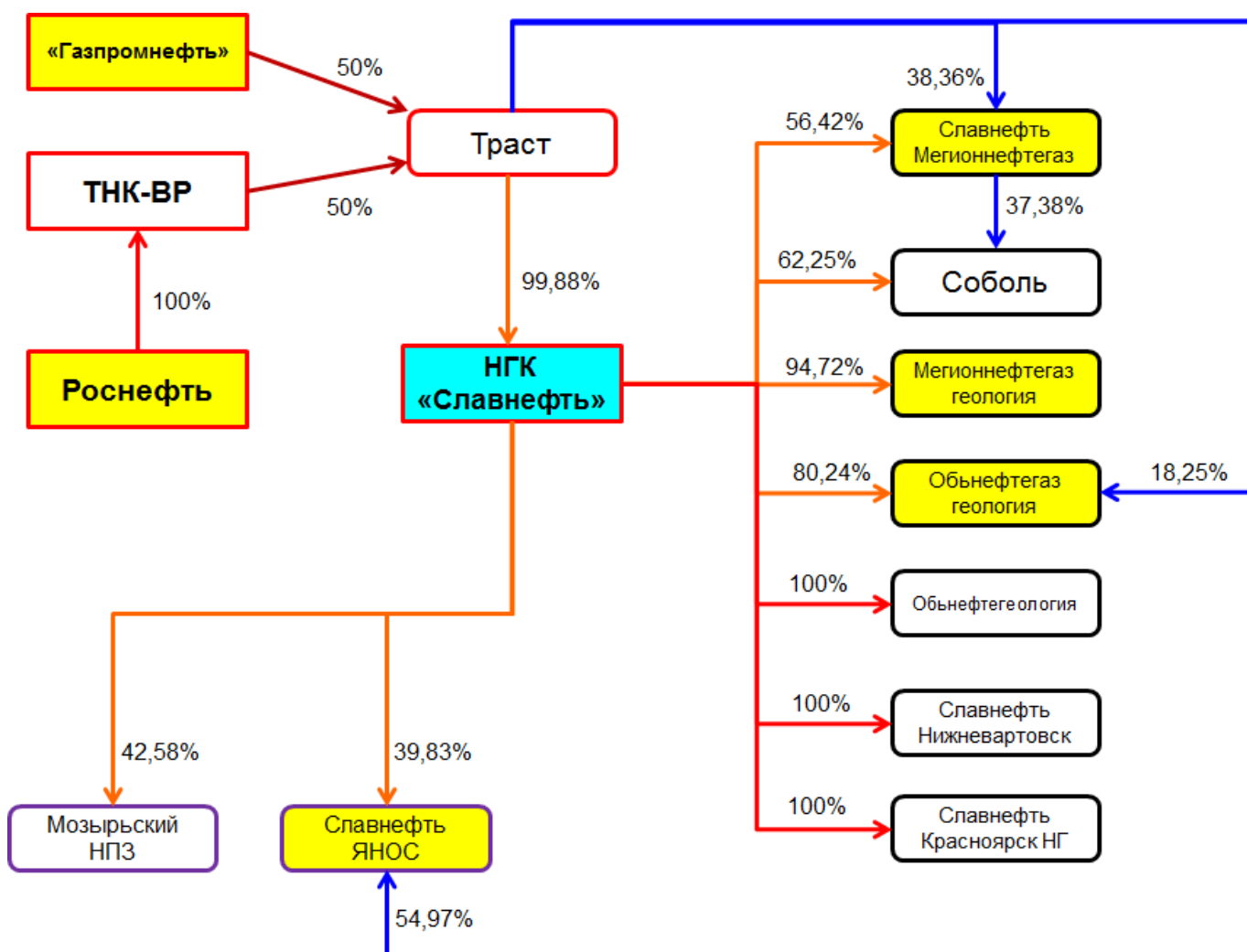
Мегионнефтегазгелогию мы даже не рассматриваем. Во-первых, акций в продаже почти нет, только доля Славнефти в ней 94,72%, плюс что-то есть у дружественных офшоров. Во-вторых, она работает на плохих активах и стремительно теряет добычу.

Добыча Мегион НГГ млн. тонн



Покупка недооцененных акций дело непростое. Дешевых активов много, но продвинутому инвестору следует найти драйверы, которые смогут привести к переоценке, иначе и нет смысла покупать. А такие драйверы появились не так давно, в 2013 году, и все идет к развязке.

Славнефть это холдинг, владеющий добывающими и перерабатывающими предприятиями в России и Белоруссии. Все поделено ровно пополам между Роснефтью и Газпромнефтью. Упрощенно схема владения основными активами Славнефти выглядит так:



Приватизация Славнефти случилась в 2002 году (ссылки приводил, можно почитать историю). Но пока в акционерах была ТНК-ВР ничего не происходило и раздел компании не начинался (поделили лишь заправки в Иваново, Костроме и Ярославле). Однако когда ТНК-ВР купила Роснефть они объявили, что после 1-го июля 2014 определятся что делать дальше.

Так как в дочках есть привилегированные акции, то, **несмотря на прибыль в 2013, везде дивиденды не были выплачены. Префы стали голосующими**, что облегчило бы консолидацию 100% акций. С помощью дружественных офшоров ранее собраны доли в 95% акций в торгуемых дочках. ФАС разрешила Газпромнефти купить в прямое владение 50% Инвест-Ойл. На ММВБ взлетели акции ликвидных МегионНГ и ЯНОСа и подозрительно замерли на определенных уровнях. Ярославль и Сургут наводнили объявления о скупке акций.

Однако, по всей видимости, кризис помешал Роснефти завершить консолидацию в прошлом году. История с долларами и погашением долга в декабре 2014 возможно заставила компанию экономить. Спешно идет привлечение стратегов в восточносибирские месторождения – активное продаются доли китайцам и ВР.

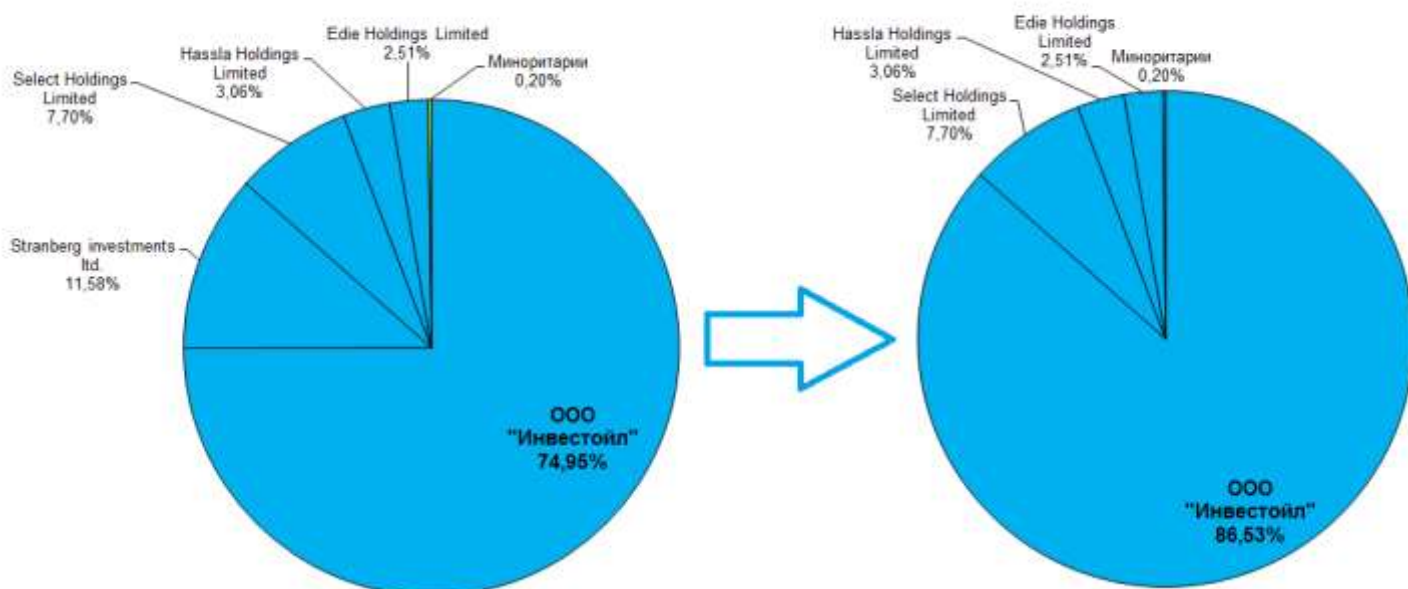
Но в этом году **дочки Славнефти вновь не выплатили дивиденды** (благо почти везде кроме ЯНОСА убытки). Кстати по ЯНОСу компания потеряла контроль над ним, из-за того что префы стали голосующими, но в отчете ясно написано, что потеря контроля временна и неопасна, а акционеры Славнефти владеют еще 54,97% акций:

*Количество голосующих акций Группы в акционерном капитале составляет 39,83% на 31 декабря 2014 г. и 51,46% на 31 декабря 2013 г. Руководство Группы считает, что осуществляет контроль над ОАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез», несмотря на долю участия в акционерном капитале этого общества менее 50%. Это суждение об изменении количества голосующих акций основано на изменениях технического характера, произошедших в конце июня 2014 г. Ожидается, что такое изменение является временным. Основные акционеры, владеющие основной долей (совместно 54,97%) подтвердили, что в структуре владения Группой не было и не ожидается изменений, а также любых изменений в осуществлении контроля и управления дочерним обществом.

Основные акционеры Группы имеют финансовые вложения в ряде дочерних обществ Группы.

Более того начала меняться структура акционеров Славнефти. Пакет купленный в конце 2002 у Белоруссии в апреле 2015 был переведен на основного акционера Инвест-Ойл. Изменений не было с 2002 года!

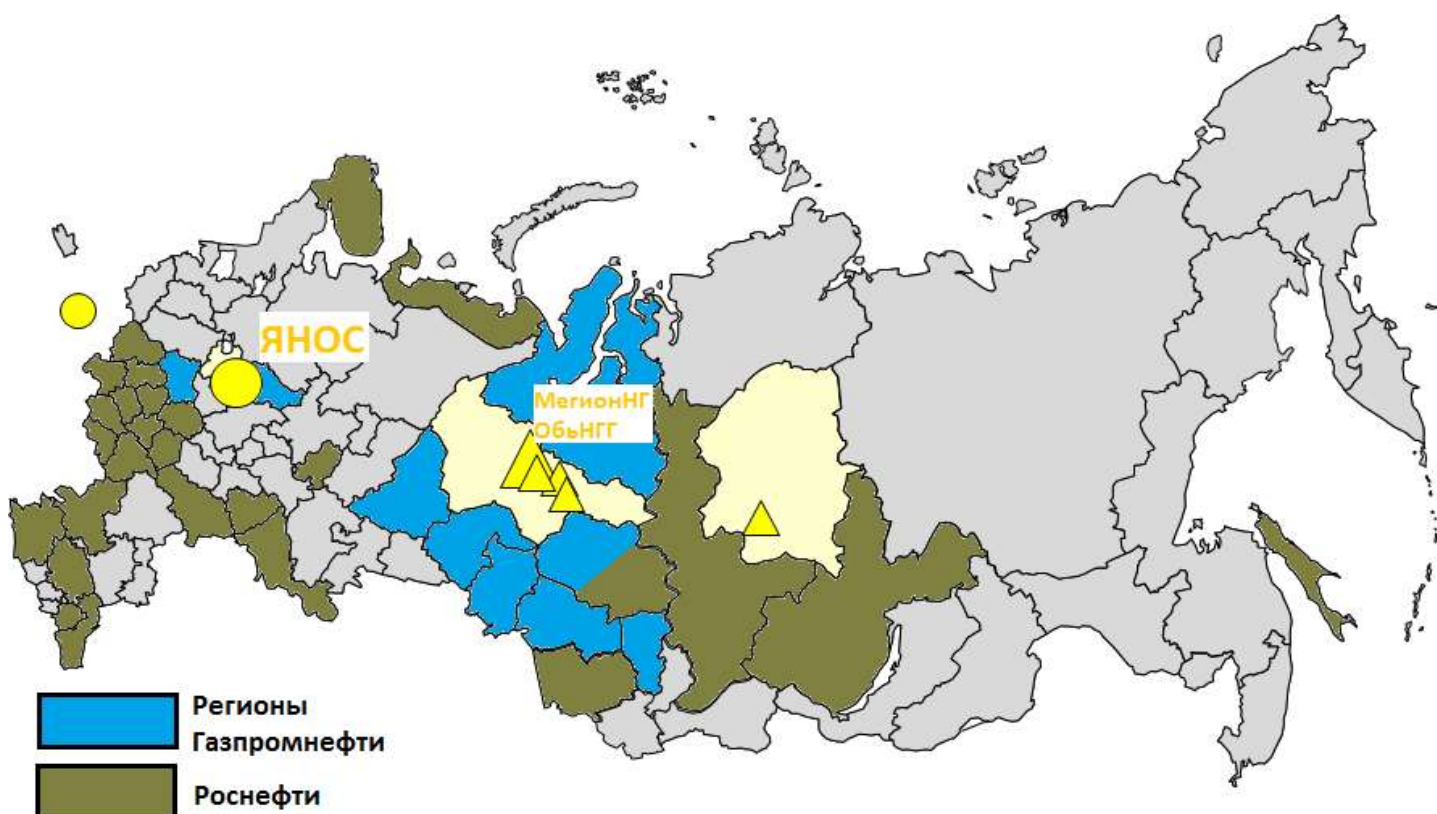
Структура акционеров ОАО НГК Славнефть



В июне 2015 сменили президента компании Юрия Суханова (ставленник Сибнефти) руководящего компанией 13 лет. Компанию возглавил Михаил Осипов.

Очевидцы утверждают, что на добывающих предприятиях Славнефти (даже в вотчине Роснефти Красноярском крае) появились люди Газпромнефти. Но Роснефть и Газпромнефть подчеркивают, что **делить компанию пока не намерены**, а лишь **"необходимы изменения в структуре управления"**.

Карта активов Славнефти и сферы влияния ее акционеров.

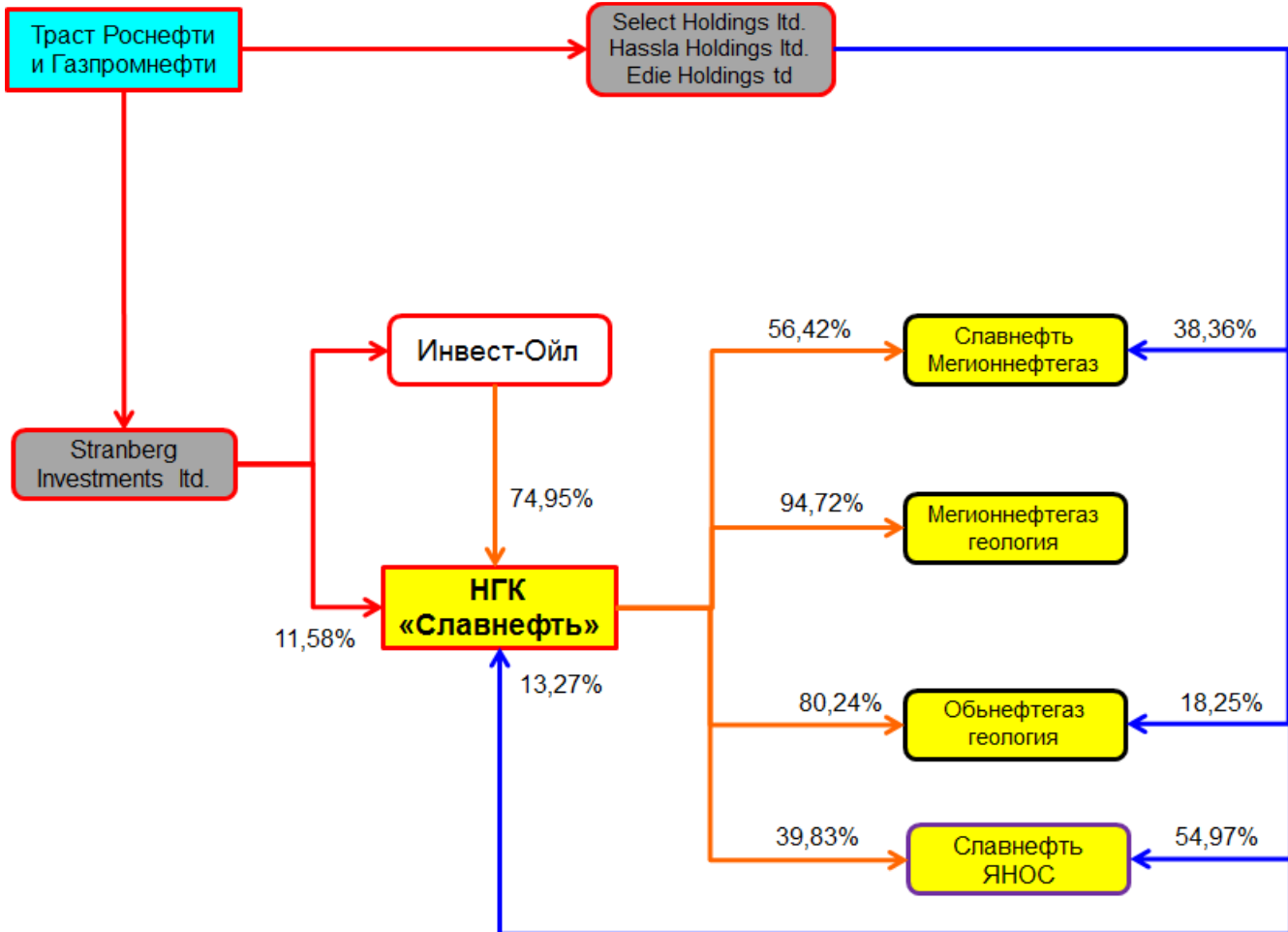


«В рамках повышения эффективности совместной деятельности ОАО "Газпром нефть" и ОАО "НК "Роснефть" приняли решение об оптимизации управления активами ОАО "НГК "Славнефть" и устранении ненужных дублирующих функций. Компании-акционеры планируют повысить эффективность за счет прямого управления производственными предприятиями, входящими в группу ОАО "НГК "Славнефть", а также оптимизировать бизнес-процессы корпоративного центра».

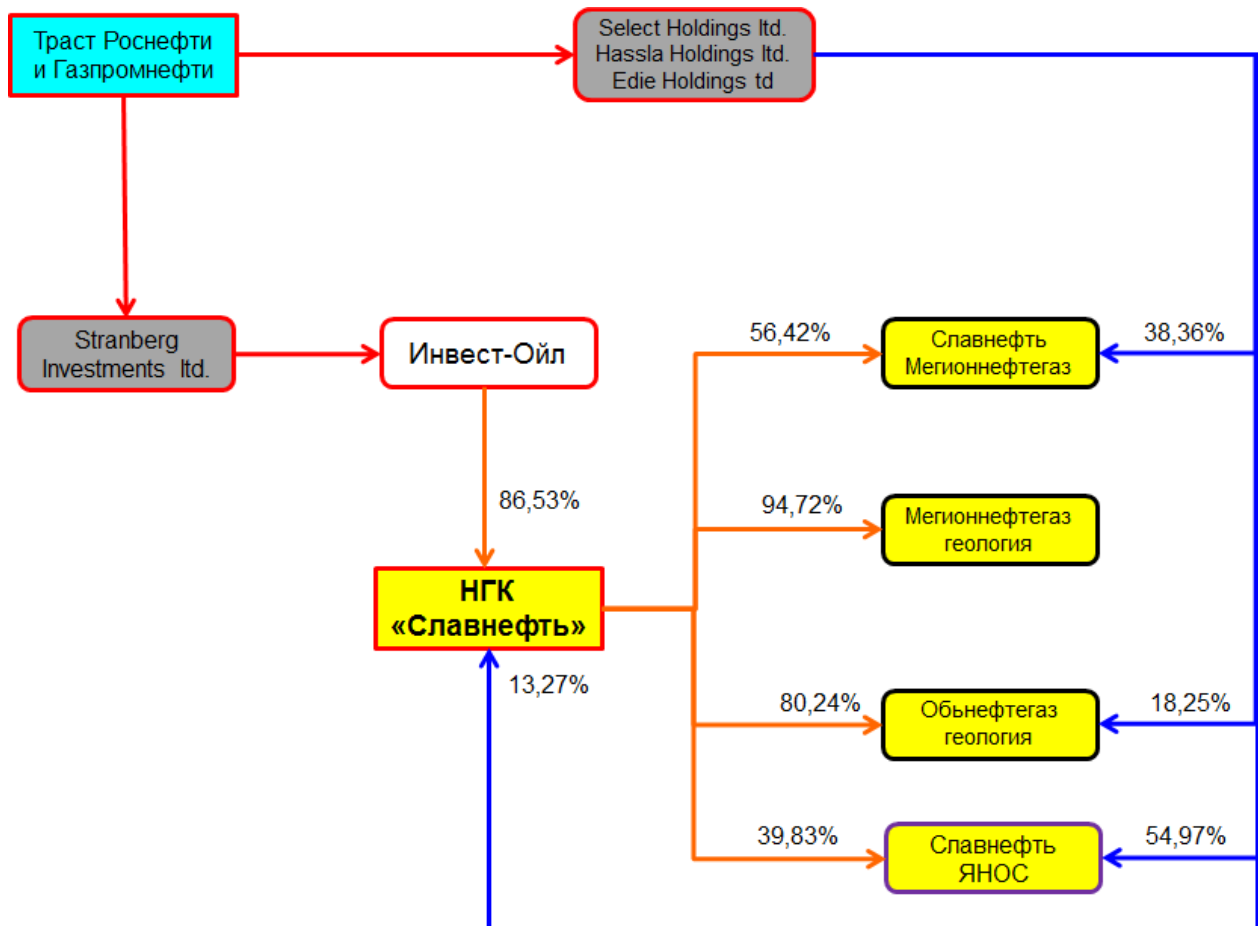
«Процесс обсуждения изменения управления шел давно. Так получилось, что мы договорились о новом подходе к управлению». – глава Газпромнефти Дюков.

Что стоит за этой новостью? Я думаю, грядут большие перемены. Это долгожданный драйвер роста. Оптимизация, как показано на моей схеме, очень нужна.

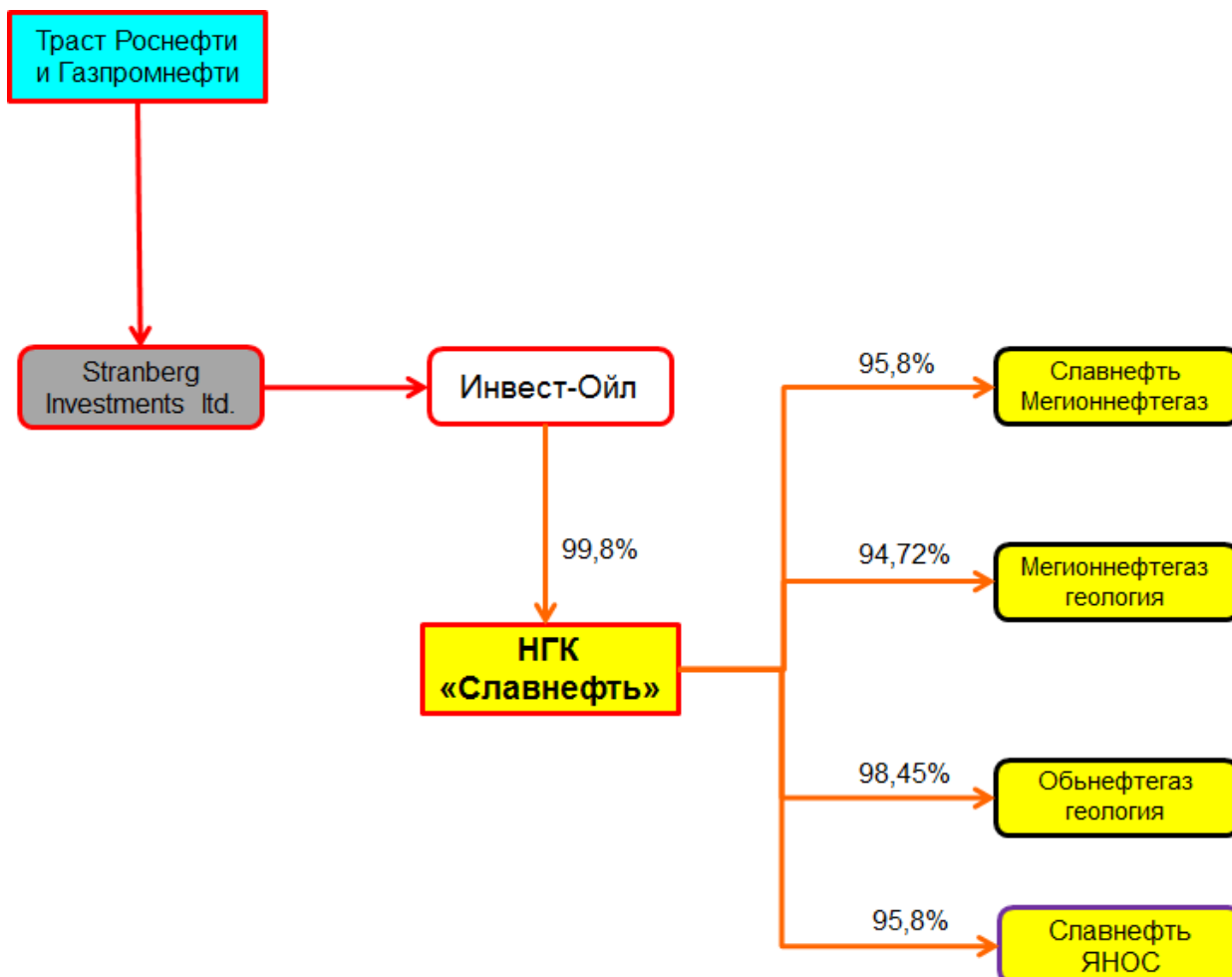
Структура акционеров Славнефти и основных дочек 2014.



Структура акционеров Славнефти и основных дочек 2015.



Очевидно, чтобы консолидировать 100% Славнефти и дочки у Газпромнефти и Роснефти один шаг. Точнее два, **сначала добровольный выкуп**, с помощью которого доли Select, Hassla и Edie перебрасываются на основных держателей. Далее принудительные выкупы. **95% официально нет только в МегионНГГ, но там надо добрать лишь 0,28% акций**. Офшоры кстати нынче не в моде, акционерная структура госкомпании (Славнефть по сути госкомпания) выглядит некрасиво. Но будет так:



Однозначно любая модель реструктуризации, кроме сохранения статус-кво, требует распутывания замудренной схемы владения, которая сложилась только из-за того, что Сибнефть и ТНК хотели побороться за контроль в Славнефти, если бы ее на аукционе в 2002 купил другой игрок.

Выкупы, которые делала Газпромнефть, это пример высоких и справедливых оценок. Подобная сработавшая идея это выкуп в префах Московского НПЗ принёсший 800%. Кроме того Газпромнефть известна своим маниакальным желанием доводить доли в дочках до 100%. Подробно здесь <http://fincake.ru/d/magazines/113/articles/3351>

Однако на рынке укоренилось мнение про «злого Сечина», то есть боязнь того что Роснефть не предложит справедливого выкупа. Это далеко от истины. Роснефть всегда платит высокую цену за актив, одна из немногих госкомпаний платит 25% чистой прибыли по МСФО на дивиденды, Сечин и Роснефтегаз открестились от аффилированности с Газпромом в теме облгазов.

Но как же случай с ТНК-ВР холдингом? Есть устойчивый миф, что там, что-то было нарушено. Вроде бы как ряд миноров выступает, за то, что при покупке материнской компании надо выкупать и дочки и даже внуки. Смею, заверить вас это далеко от истины. В законе об этом ни слова, в этом легко убедиться, прочитав его, и ранее ни один миноритарий дочек, или внуков в других поглощениях не требовал выкупа своих бумаг. На схеме 1 видно, что покупая ТНК-ВР, Роснефть превысила косвенную долю в 30% в Славнефти, а также в ее дочках, но их миноритарии даже помыслить не могли о том, что может быть некая оферта, только любителям дешевого пиара и денег этого хотелось, но закон каждый может почитать. Причем тут Игорь Сечин? Далее, через полгода Роснефть выставила добровольное, а не обязательное предложение.

Однако они зашли с другого конца. Первый аргумент, почему, если ТНК-ВР был куплен за 1700 млрд. рублей, ТНК-ВР холдинг был оценен лишь в 1030 млрд.? Ведь он по их расчетам дает 94% стоимости ТНК-ВР. Цифры эти они нашли в самом отчете Роснефти. Любой может возразить, вот оценка доли в 49,9% Славнефти и дочках.

ОАО «НГК «Славнефть»

В результате приобретения ТНК-ВР (Примечание 4) Компания получила 49,9% доли в ОАО «НГК «Славнефть» (далее по тексту «Славнефть»). По предварительной оценке инвестиция составляет 274 млрд рублей и учитывается как совместное предприятие по методу участия в капитале.

Славнефть владеет лицензиями на геологическое изучение недр и добычу нефти и газа на 31 лицензионном участке на территории Западной Сибири и Красноярского края. Ежегодная добыча Славнефти составляет 18 млн тонн нефти. Добытая нефть (за исключением экспортной доли) отправляется на переработку. Ежегодно НПЗ Славнефти перерабатывают свыше 26 млн тонн углеводородного сырья и производят более 5 млн тонн автобензинов.

Заметьте как она отличается от рыночной, тем более на тот момент, и это, кстати, мощный драйвер роста, но не повод требовать выкуп. Это просто цифра. 550 млрд. рублей оценка Славнефти от Роснефти, вполне справедливо, на фоне выкупа в ТНК-ВР холдинге и биржевой ценой сопоставимой Башнефти и Татнефти. 274 от 1700 это 16%, а кроме Славнефти и ТНК-ВР холдинга у ТНК-ВР были и другие активы. У кого-то плохо с математикой? Где 94%?

Второй аргумент был такой, что чтобы соблюсти закон, внучка Роснефти сначала снизила долю с 94,66% до 84,66% и это незаконно. Продавать акции незаконно? Схема вытеснения миноритариев стандартна и применялась десятки раз и более того используется в развитых странах.

Третий аргумент - разные цены выкупа обычки и префов. Это законно, но действительно важно в нашем случае. Действительно Роснефть и ранее при переходе на единую акцию применяла соотношение **1 к 0,75**. Миноры уфимских НПЗ почему-то не возмущались соотношением 1 к 0,7. В РАО ЕЭС был дисконт. Но тут закон можно было бы подправить. Керимов например оценил префы Сильвинита в треть от обычки, это был вопиющий случай.

Но мы знаем, что поведение инсайдеров осенью 2014 в бумагах МегионНГ и ЯНОСе показывает, что оценка будет 1 к 1 с очень высокой вероятностью. Тем более из-за высокой долговой нагрузки Роснефть не будет стремиться к полному выкупу Славнефти, как считают демонизаторы Сечина, а вероятно наоборот избавится от нее, забрав лишь ЯНОС, либо оставив компанию в совместном управлении после смены команды и реструктуризации. Например, Роснефть вышла, получив компенсацию, из газовой компании Северэнергия в пользу той же Газпромнефти и НоваТЭКа.

Примерная оценка дочек Славнефти уже есть, это СЧА, но конечно для выкупа будет произведена новая оценка. У той же ОбьНГГ к примеру есть 15,2 млрд. рублей нераспределенной прибыли.

Таблица 2. СЧА дочек Славнефти.

Публичная дочка	МСар млрд. руб.	СЧА МСФО млрд. руб.	Апсайд к СЧА МСФО	СЧА РСБУ млрд. руб.	Апсайд к СЧА РСБУ
Мегион НГ	70	108	+54%	90,3	+29%
Обь НГГ	6,5	9,3	+43%	15,1	+132%
Мегион НГГ	2,7	4,2	+55%	7,8	+188%
ЯНОС	34,2	39,2	+15%	21,7	-36%

Данные в таблице 2 я оцениваю как минимально возможные для выкупа. Более того вся Славнефть сейчас оценивается Роснефтью в 347 млрд. рублей (оценка снижена с 550). СЧА дочек с 80% добычи и 56% переработки не может быть равна 135-160 млрд..

ОАО «НГК «Славнефть»

В результате приобретения ТНК-ВР (Примечание 7) Компания получила 49,9% доли в ОАО «НГК «Славнефть». Инвестиция составляет 173 млрд руб. и учитывается как совместное предприятие по методу участия в капитале.

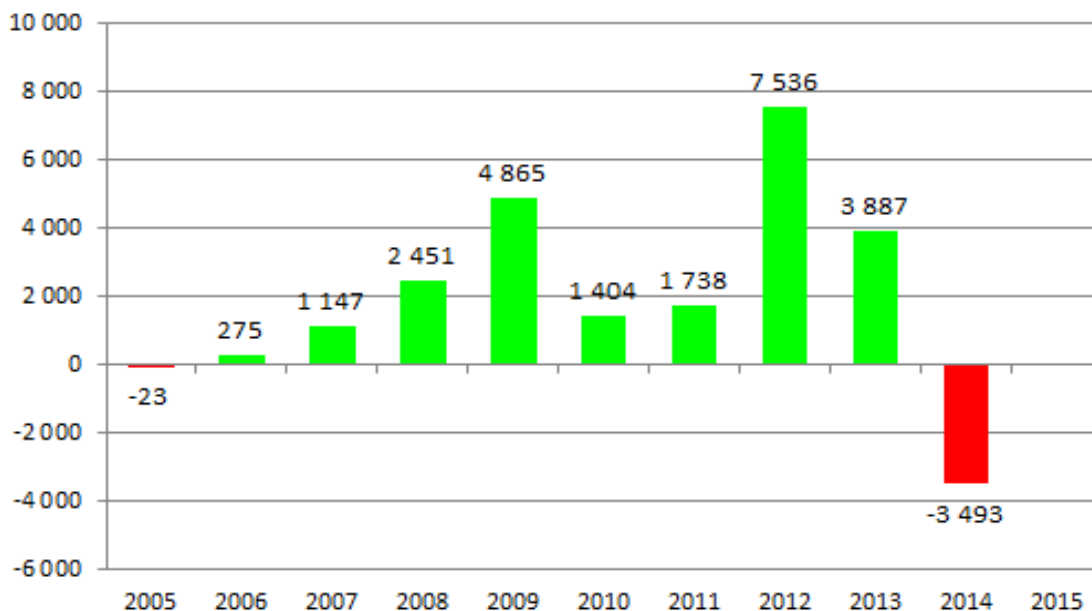
Славнефть владеет лицензиями на геологическое изучение недр и добычу нефти и газа на 31 лицензионном участке на территории Западной Сибири и Красноярского края. Ежегодная добыча ОАО «НГК «Славнефть» составляет 17 млн тонн нефти. Добытая нефть (за исключением экспортной доли) отправляется на переработку. Ежегодно НПЗ ОАО «НГК «Славнефть» перерабатывают свыше 26 млн тонн углеводородного сырья и производят более 5 млн тонн автобензинов.

Ранее я думал, что более-менее реален вариант с переходом на единую акцию, но он просто не нужен мажоритарным акционерам. Выкуп миноритариев упрощает дальнейшую деятельность и очень логичен.

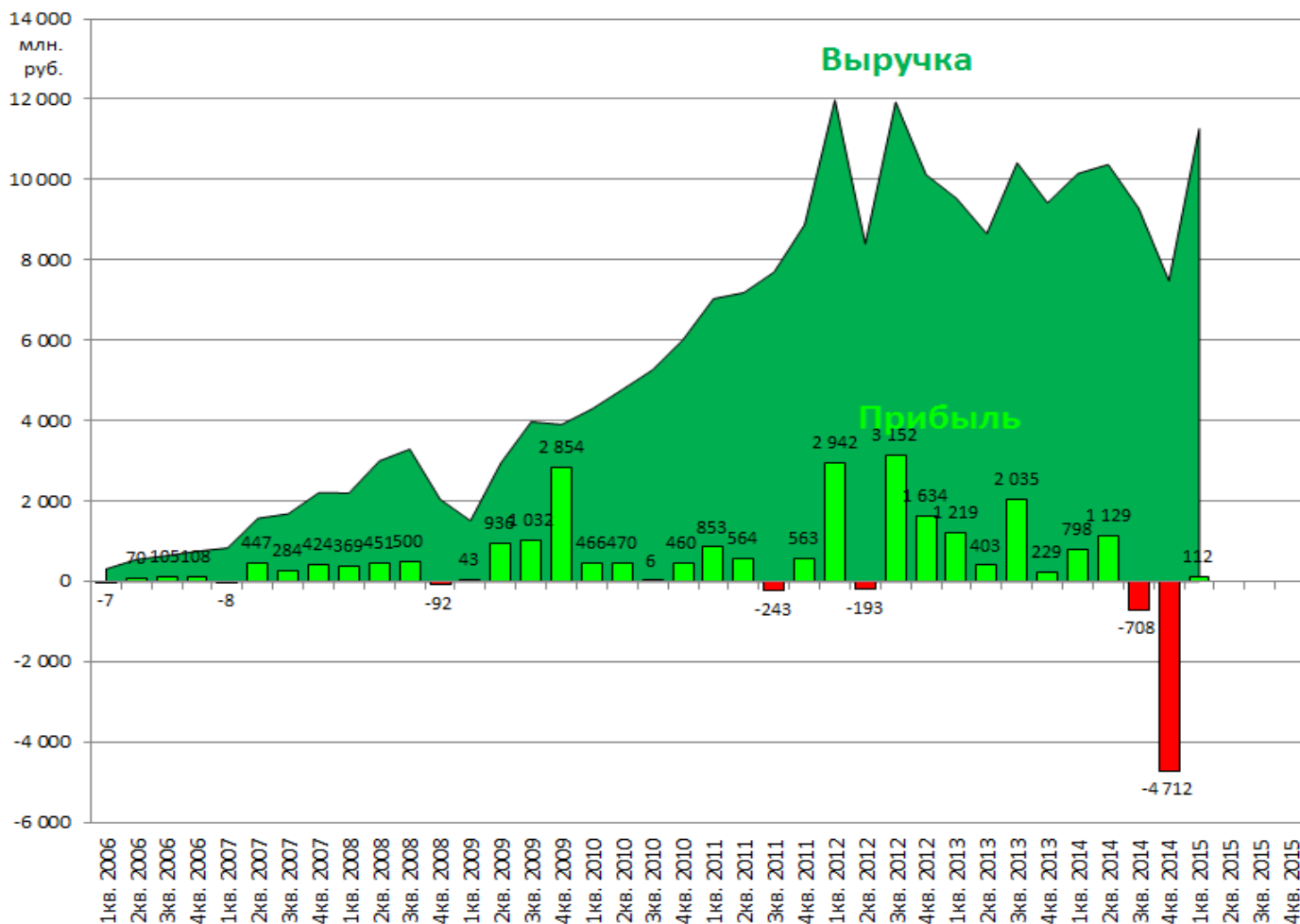
Еще один сценарий, это упразднение самой Славнефти и распределение акций дочек между акционерами. Вроде бы как Александр Дюков косвенно на это намекает, что дочки будут управляться без Славнефти, но при этом ими Роснефть и Газпромнефть будут владеть на паритетной основе. В любом случае этому будет предшествовать упрощение структуры капитала. Тем более это исторически приветствуют акционеры.

Добавлю, что P/E за 2014 отрицательный, из-за потери 7 млрд. рублей на валютной составляющей. Но P/E 2013 = 1,7 а P/E 2012 = 0,8.

Прибыль Обь НГГ млн. руб.

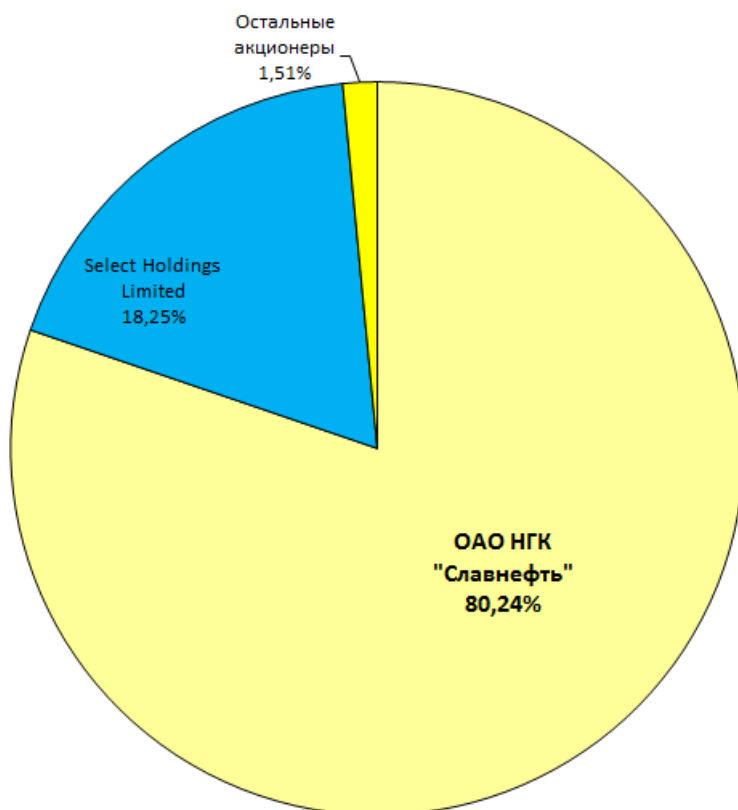


В целом видно как улучшились финпоказатели в 1 кв. 2015.



Структура акционеров ОбьНГГ такова, что free-float крайне мал. По данным отчета МСФО 98,49% акций принадлежит Славнефти и ее акционерам. Причем обычки почти нет, по моим расчетам соотношение примерно 1 к 10. Но префы голосуют и разницы между типами акций никакой нет, за исключением варианта, если консолидацией займется Роснефть.

Акционеры Обьнефтегазгеологии.



У привилегированных акций ОбьНГГ есть одна особенность. У них есть гарантированный уставом дивиденд, но лишь в 1% чистой прибыли. То есть, не менее 1%. Подобный пункт есть в уставе МегионНГ. Это не значит, например, что дивиденды не могут быть выше, но гарантированно только 1%. Соответственно для компании с прогнозным P/E=1, дивидендная доходность на уровне 4%.

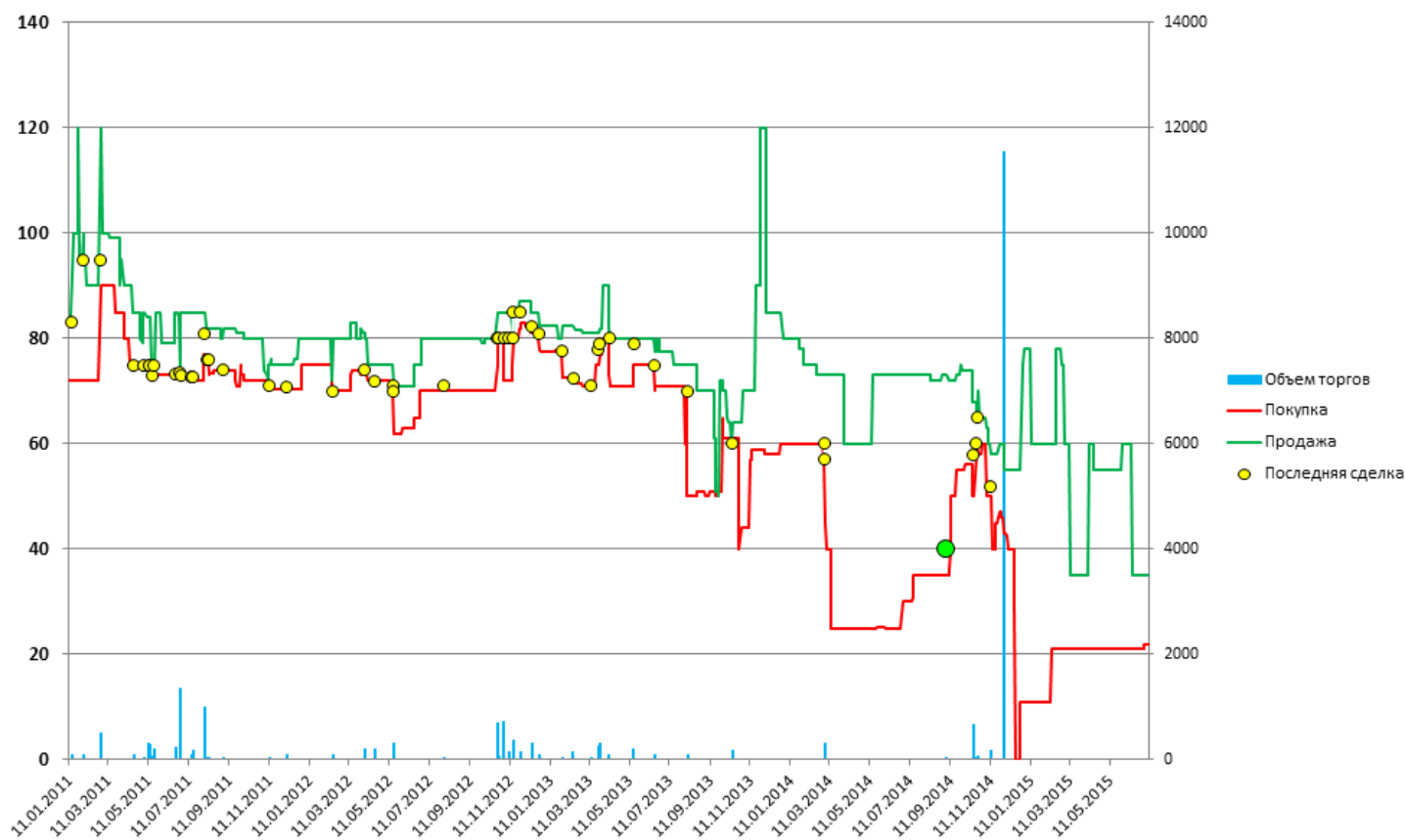
6.5. Акционеры - владельцы привилегированных акций имеют право:

- получать ежегодный дивиденд по акциям в размере не менее 1 процента чистой прибыли по итогам предшествующего финансового года, разделенной на общее количество привилегированных акций Общества.

Но я уверен дивидендов не будет и их и нет уже второй год, так как это помешает выкупу. Славнефть специально голосует против дивидендов. Также компания, после прихода Роснефти сменила тактику выкачивания денег из дочек. Это тоже верный знак.

К рискам я отношу затягивание идеи еще на год, например, если доллар скакнет на 100 рублей или нефть на \$20. Тем не менее, мой прогноз, что чтобы успеть до следующего ГОСА, добровольное предложение от Славнефти будет к декабрю 2015. То есть я уже скоро жду выкупа и продам свою долю. У меня 155 обычек и 1031 префов, что дает 0,035% УК или 1,5% от free-float.

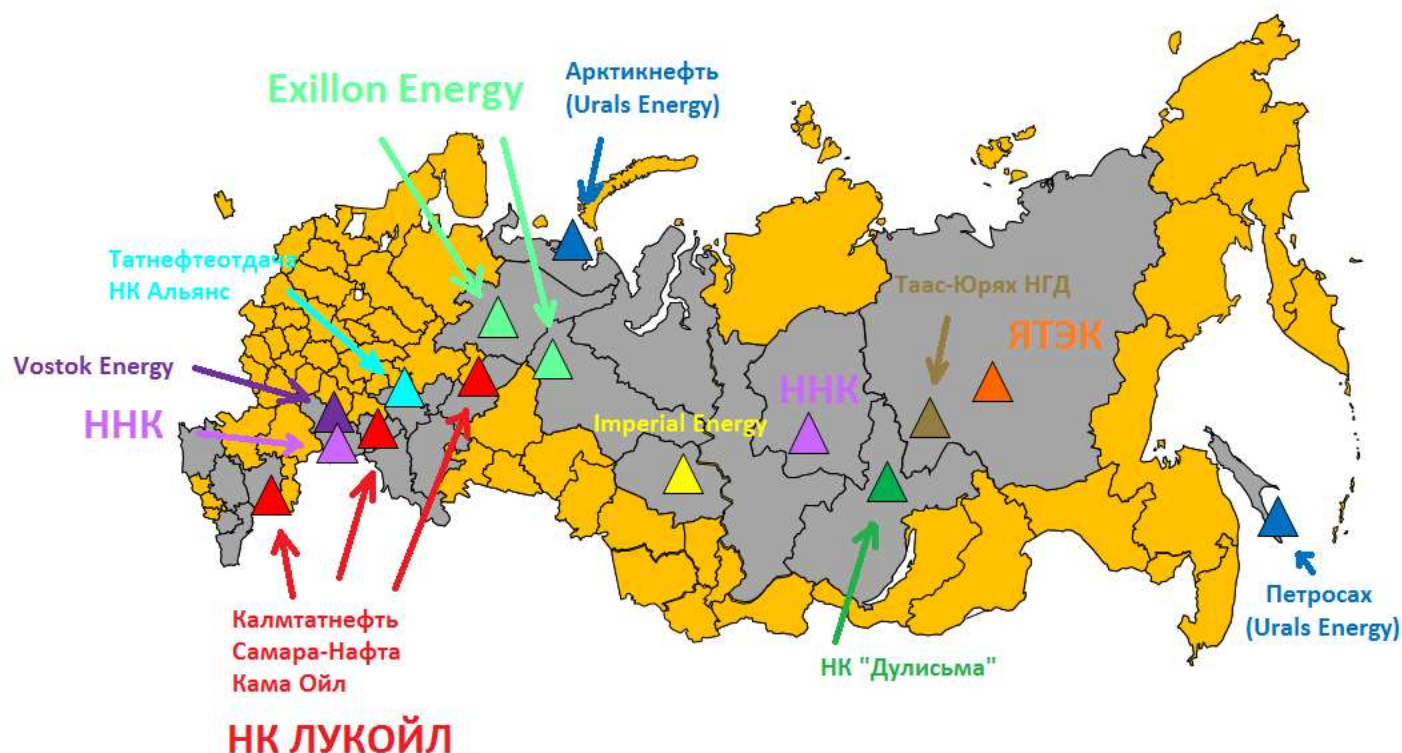
Индикативный график обпе в \$.



Хотел отнести к рискам низкую ликвидность, но мне кажется для определенного психотипа инвестора это плюс. По большому счету ликвидность тут не хуже чем в Газпроме, если не торговать миллиардами и не ловить 1% в день. Случайных людей в третьем эшелоне нет, игроманы оправдывают себя тем, что трудно продать. **Но если вы инвестор, то вы же не собираетесь смотреть ежеминутно в экран, а покупаете долю в компании.** Я купил акции качественной компании занимающей 10-е место по добыче в России (если была бы независимой) текущая капитализация 6,5 млрд. рублей и добыча 3,6 млн. тонн. 1800 рублей за тонну нефти? \$5 долларов за баррель добычи!

Таким образом, эта идея ориентировочно на 1,5 года с апсайдом 100-500%. Новости могут выйти в любой момент, и купить в этот момент уже никто не успеет. Будет 30-минутное окошко для профессионалов. Поэтому в такие бумаги надо заходить заранее, **естественно понимая для чего.** В Московском НПЗ я набрал позицию в 2011, а продал только в 2013. Обьнефтегазгеологию купил в основном в 2014. На всякий случай напомню, что Греция, Китай, ФРС на это все не влияют.

Напомню несколько последних M&A сделок в секторе.



1. ЛУКОЙЛ купил Самара-Нафта с 2 млн. тонн добычи за **\$2,1 млрд.**
2. НК выкупила долю Бажаева в 60% акций Альянс Ойл за **\$2-4млрд.** при добыче в 3,4 млн. тонн, но правда там был еще небольшой Хабаровский НПЗ и заправки.
3. Гучериев меняет долю в Русснефти в обмен на долги Glencore. Они получают 46% за **\$1,2 млрд.** долга, правда стоит учесть, что там еще \$3-4 млрд. долга осталось.
4. Битва за Exillon Energy. В ходе скупки капитализация подскочила до \$1 млрд. за небольшую компанию с 0,8 млн. тонн добычи. Сейчас капитализация на уровне **15 млрд рублей.** В 2,5 раза дороже ОбьНГГ, в 4 раза меньше добыча.
5. На продаже газовые активы АЛРОСы и ГМК, при скромной добыче в 2-4 млрд. куб.м, владельцы просят за них **\$1,5-2 млрд.**
6. Роснефть на днях продала ВР 20% Таас-Юрях-Нетфегазодобычи, оценив Среднеутобинское месторождение за **\$3,75 млрд.!** ОбьНГГ стоит \$115 млн. Добыча ТЮН в 2014 0,9 млн. тонн с потенциалом роста до 5 млн. тонн к 2019. Запасы 133 млн. тонн. У Тайлаковского месторождения 116 млн. тонн. То есть это похожие компании, только ТЮН без инфраструктуры и нуждается в инвестициях.

Вот и получается, что такой актив может неплохо вырасти, но гарантии никакой, а вот недооценка налицо. Она просто колоссальная. Это по мне лучше, чем торговать по Греции. Сугубо мое личное мнение.

Еще раз усиленно предупреждаю, что я категорически не рекомендую повторять мои действия, и данный обзор просто иллюстрирует мою стратегию, ход моих мыслей, которые не всегда приводят к положительному финансовому результату. Более того акции очень неликвидны и в настоящий момент не рекомендуются к покупке ни одной инвестиционной компанией.

**Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и принимать решение самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.*