

Эйфория в Транснефти оправдана?



Тимур Хайруллин, CFA
Заместитель начальника
Аналитического отдела
+7 (495) 2874407
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Последние события по Транснефти не являются значимыми. За последнее время по компании было лишь пара новостей. До конца года будет согласовано строительство трубопровода от Юрубчено-Тахомской и Куюмбинской зоны добычи нефти до ВСТО. Профинансирует проект стоимостью более 2 млрд. долл. Транснефть, а нефтяники (Роснефть, Газпром нефть и ТНК-ВР) гарантируют объемы прокачки. Помимо этого стало известно, что Транснефть сдвинет пуск нефтепровода БТС-2 из-за инженерных проблем в порту Усть-Луга. На наш взгляд, данные события несут ограниченное влияние фундаментальную акционерную стоимость Транснефти.

Но за два месяца стоимость «префов» компании возросла почти на 70%. В уставном капитале компании есть 5.55 млн. обыкновенных акций, принадлежащих государству. В настоящее время на рынке торгуются только привилегированные акции компании (1.55 млн. акций по цене 1592 долл. на общую сумму 2.5 млрд. долл.). Соответственно, в денежном эквиваленте прирост стоимости привилегированных акций составил примерно 1 млрд. долл. Исходя из предположения пропорционального изменения стоимости префов и обыкновенных акций, прирост совокупной капитализации Транснефти составил за два месяца около 4.5 млрд. долл.

Наблюдается разрыв между изменением финансовых показателей Транснефти и ее стоимостью. Данная ситуация может быть обусловлена изменением ожиданий по бизнесу компании, либо иррациональными причинами. В публичной плоскости мы не видим новостных поводов, которые могли бы сигнализировать о возможном изменении перспектив и стратегии Транснефти. Однако рынок может отыгрывать слухи о возможной приватизации Транснефти. Ранее интерес участников рынка к «префам» компании ограничивался их низкой ликвидностью и неоднократными заявлениями менеджмента Транснефти об отсутствии заинтересованности в росте капитализации компании.

Вероятность приватизации Транснефти существует, но ее сроки не определены. Правительство России объявляло о планах приватизации в госпредприятий на сумму порядка 30 млрд. долл. По Транснефти точных сроков продажи не объявлено, но озвучено намерение государства сохранить контрольный пакет в капитале компании. Между тем, ранее объявлялось о планах государства получить до 7 млрд. долл. за акции



Транснефти. Если исходить из этой суммы и продажи доли в 49% от уставного капитала, то ориентировочная цена обыкновенных акций может составить 2500 долл. В условиях наличия на рынке ликвидности, IPO обыкновенных акций может быть интересно широкому кругу инвесторов с низкой толерантностью к риску.

Но даже успешное размещение госпакета не гарантирует роста стоимости привилегированных акций. В России дисконт «префов» к «обычке» может быть любым (от отсутствия дисконта в случае ТНК-ВР до 50-60% у Сургутнефтегаза). Поэтому даже размещение АО по цене в 2500 долл. не означает автоматического роста котировок привилегированных акций. Бизнес-модель Транснефти вряд ли может привести к существенному росту финансовых показателей. В перспективе объемы прокачиваемой нефти останутся относительно стабильными, а рост тарифов будет ограничиваться уровнем инфляции. Учитывая низкую дивидендную доходность и ограниченную возможность миноритарных акционеров влиять на политику госкомпании мы считаем, что дисконт «префов» Транснефти к обыкновенным акциям должен быть не менее 30%.

**Стоимость «префов» Транснефти исходя из дисконта к
обыкновенным акциям, \$**

		Цена обыкновенных акций, %				
		1500	2000	2500	3000	3500
Дисконт AP к АО, %	0%	1500	2000	2500	3000	3500
	15%	1275	1700	2125	2550	2975
	30%	1050	1400	1750	2100	2450
	45%	825	1100	1375	1650	1925
	60%	600	800	1000	1200	1400

Поэтому покупка привилегированных акций Транснефти может быть сопряжена с высоким риском. Между будущей стоимостью привилегированных акций и ценой размещения обыкновенных есть прямая связь через зависимость от потенциального дисконта AP к АО. В частности, при размещении обыкновенных акций по цене в 2500 долл. и дисконте «префов» к обычке в 30%, целевая цена trnfp составляет лишь 1750 долл. Такая цена практически не предполагает потенциала роста от текущих котировок, но риски по приватизации сохраняются.

Поэтому мы рекомендуем продавать акции Транснефти, несмотря на текущую эйфорию инвесторов и некоторую вероятность получения спекулятивных доходов «здесь и сейчас».

ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07
www.grandiscapital.ru, info@grandiscapital.ru

Департамент финансовых рынков

Михаил Козаков
Директор Департамента
M.Kozakov@grandiscapital.ru

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
A.Makarov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Тимур Хайруллин, CFA
Заместитель начальника отдела
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Дмитрий Терехов
Старший аналитик
D.Terehov@grandiscapital.ru

Ксения Аношина
Аналитик
K.Anoshina@grandiscapital.ru

Андрей Кучеров
Аналитик
A.Kuchеров@grandiscapital.ru

Отдел продаж

Дмитрий Шацкий
Начальник отдела продаж
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Инна Булгакова
Специалист
I.Bulgakova@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенеv
Начальник отдела
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
M.Kan@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов
Управляющий активами
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности
Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами
Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности
Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности
Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

© 2011 Грандис Капитал. Все права защищены.

Предупреждение о риске возникновения убытков. Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и долговые инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржа).

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК «Грандис Капитал» считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются или в аналитических отчетах. ИК «Грандис Капитал» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем отчете, как за свой счет, так и по поручению клиента.