

Ситуация вокруг ГМК “Норильский Никель” и RUSAL plc.

Текущая ситуация и акционерный конфликт

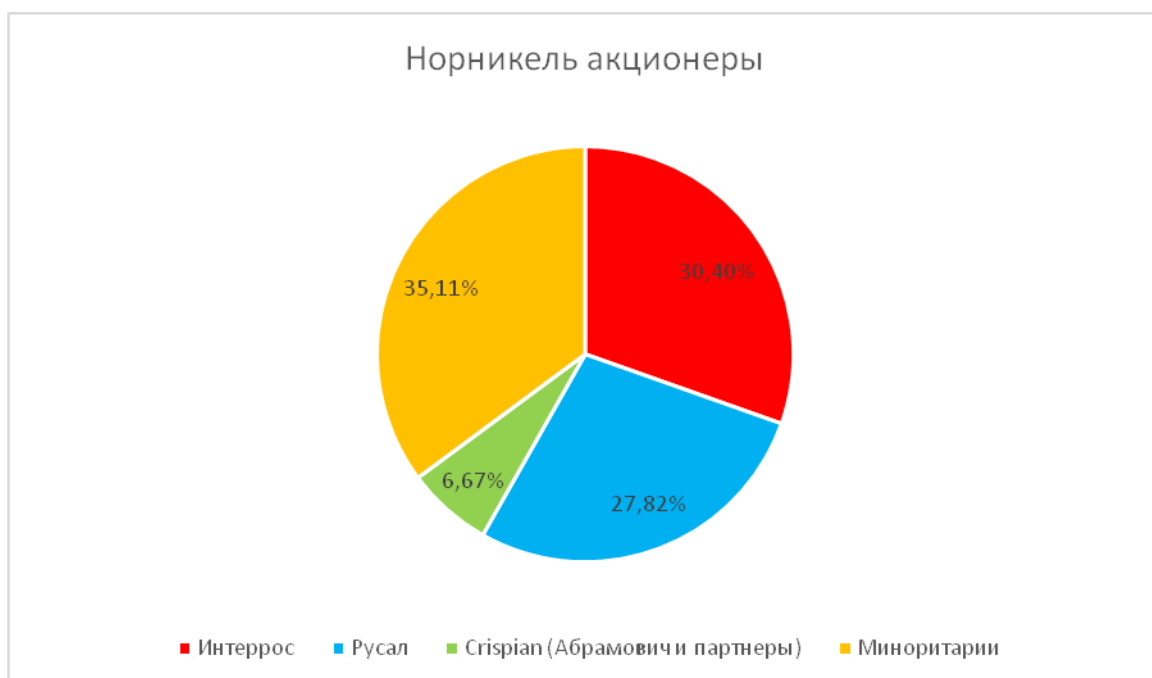
Акционерный конфликт, который начался в феврале 2018г из-за предложения о продаже пакета Романа Абрамовича мажоритарным акционерам, в Норникеле близок к завершению. Вероятно, что примирение сторон, как 6 лет назад, будет обеспечено внешним участником:

«Когда у них [Абрамовича, Дерипаски и Потанина] будут сложности, я попытаюсь им помочь (разрешить конфликт. — РБК)» — так объяснил Юмашев свою функцию как гаранта мировой. Ни о каком финансовом вознаграждении или покупке им пакета акций Романа Абрамовича речи не идет, сказал Юмашев РБК. «У меня есть авторитет. Это не первый и, видимо, не последний раз, когда ко мне обращаются [с подобными просьбами]», — пояснил он

Источник: <https://www.rbc.ru/business/22/02/2018/5a8eb92d9a7947eb0203a294>

Непосредственно в конфликте участвуют 3 крупнейшие публичные компании с листингом на Московской бирже – Норникель (МОЕХ: GMKN), Русал (МОЕХ: RUAL) и En+ (МОЕХ: ENPL). Последняя компания контролирует Русал и крупные активы в генерации электроэнергии (например, Иркутскэнерго) и только в ноябре 2017г стала публичной (размещение акций прошло на Лондонской, а депозитарных расписок - на Московской бирже). Акции En+ пока малоликвидны и не имеют длинной истории торгов, поэтому в текущем обзоре рассмотрим перспективы вложений в Норникель и Русал.

Предыдущее акционерное соглашение, которое включало в себя запрет на продажу своих акций основными владельцами комбината в течении 5 лет, закончилось в декабре 2017г.



Текущий состав акционеров представлен на диаграмме сверху, но может измениться в ближайшее время:

"Русал" и «Интеррос» предварительно договорились о покупке каждой из компаний у Crispian Investments, аффилированной с Романом Абрамовичем, не более 2% акций "Норильского никеля", сообщил журналистам юрист, представляющий в суде интересы «Русала».

Источник: <https://news.rambler.ru/business/39286886-rusal-i-interros-dogovorilis-o-pokupke-u-abramovicha-po-2-nornikelya/>

2% определены не случайным образом. Отметка в 30% принципиально важна для Русала – после пересечения этого порога, компания должна выставить ofertу миноритариям, что будет проблематично с учетом текущей долговой нагрузки.

Сложный механизм «русской рулетки», который также был в акционерном соглашении – маловероятен, поскольку требует привлечения огромной заемной суммы в сжатые сроки. Приводим его основное содержание:

UC Rusal Олега Дерипаски готов запустить «русскую рулетку» – предусмотренный соглашением акционеров «Норникеля» механизм, который позволяет UC Rusal и «Интерросу» Владимира Потанина выкупить пакеты друг друга. Любой из них может предложить оппоненту продать акции по средневзвешенной за полгода цене с 20%-ной премией.

Сторона, получившая предложение, может принять его, предложить инициатору рулетки продать свой пакет за ту же цену или поднять цену. В последнем случае зачинщик дуэли должен купить долю по новой цене либо продать свой пакет. У UC Rusal 27,8% акций «Норникеля», а у «Интерроса» - 30,4%.

UC Rusal готов предложить «Интерросу» выкупить акции «Норникеля» в диапазоне \$25-32 за ADR (это \$10,8-13,9 млрд) или продать свою долю в компании из оценки выше \$32 за ADR (от \$13,9 млрд), рассказал «Ведомостям» источник, близкий к одному из акционеров UC Rusal. Источник, близкий к еще одному акционеру компании, подтверждает, что такая возможность всерьез рассматривается.

Источник: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/02/20/751594-rusal-russkuyu-ruletku>

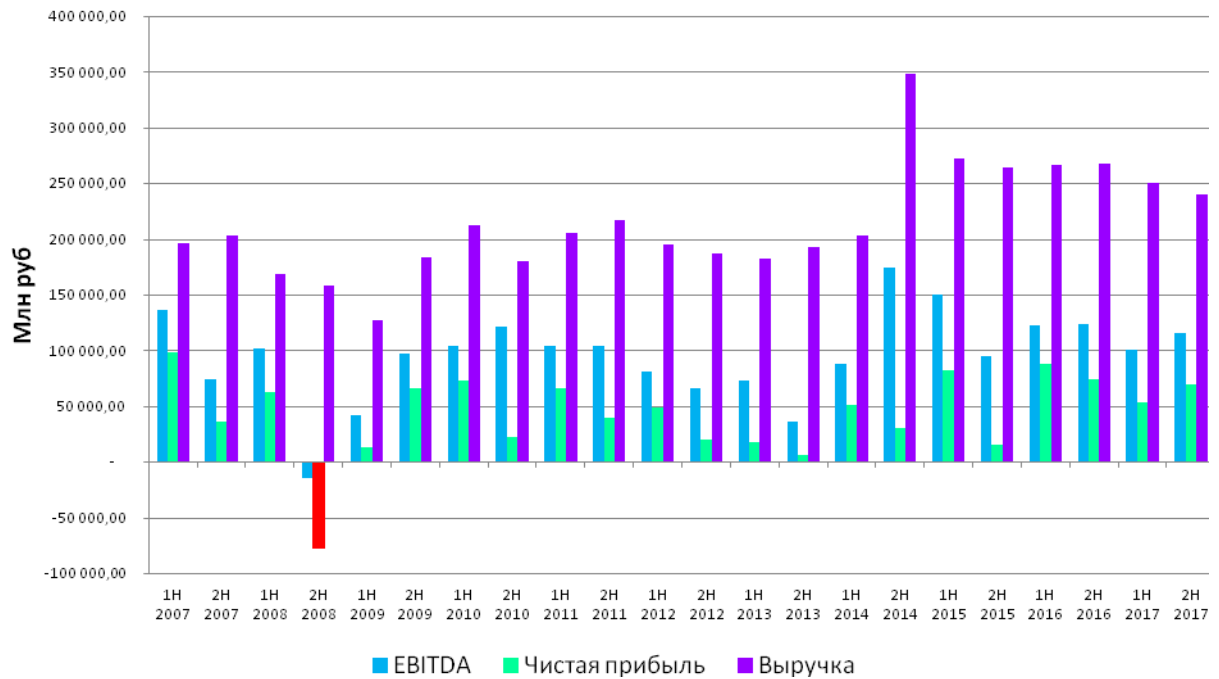
Ситуация на текущий момент:

1. Компания Абрамовича продает большую часть своего пакета структурам Интерроса и Русала
2. Русал не наращивает долю в Норникеле свыше 30% и, соответственно, не выставляет ofertу
3. Сценарий «русской рулетки» - типичный «черный лебедь» на рынке, маловероятная ситуация, которая может привести к резкой переоценке акций обеих компаний
4. Следующее заседание в Высоком суде Лондона предварительно назначено на середину мая
5. Вероятно, что ситуация между участниками решится до следующего заседания в суде

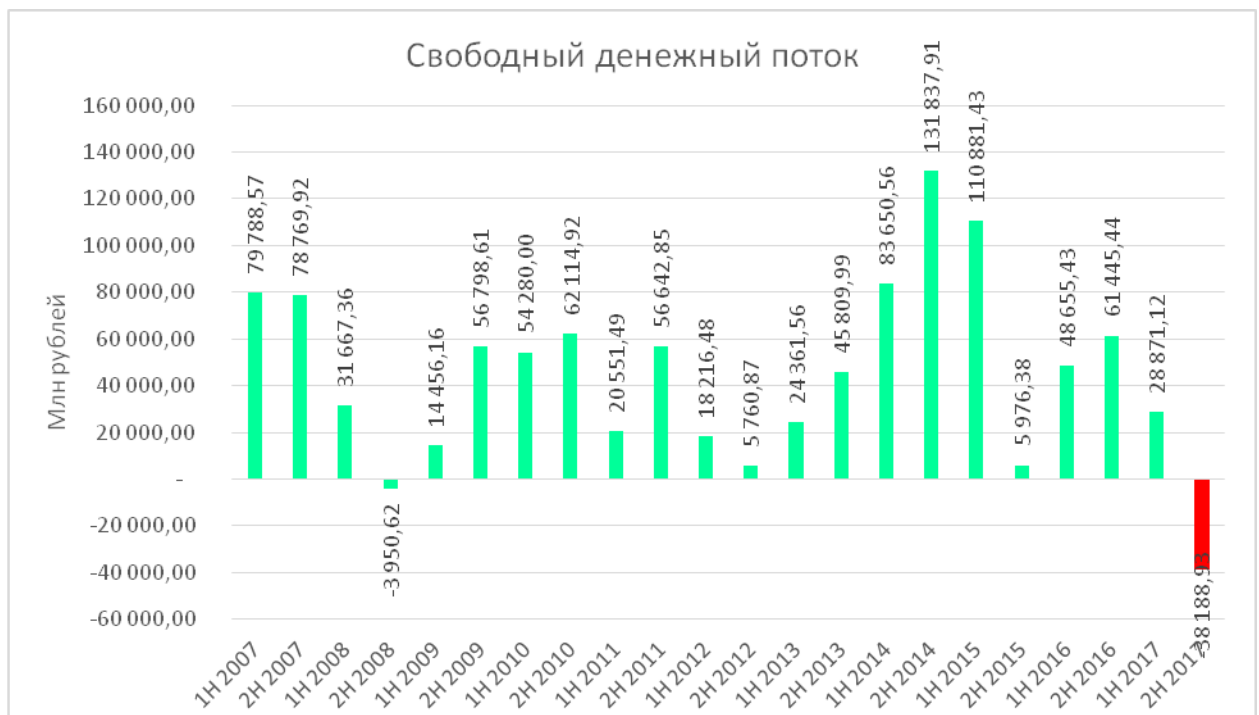
Финансовая часть и дивиденды

Рост цен на основные группы металлов реализуемых Норникелем (палладий, никель, медь и платиноиды) пока не отразился на финансовой отчетности – выручка на минимуме после девальвации:

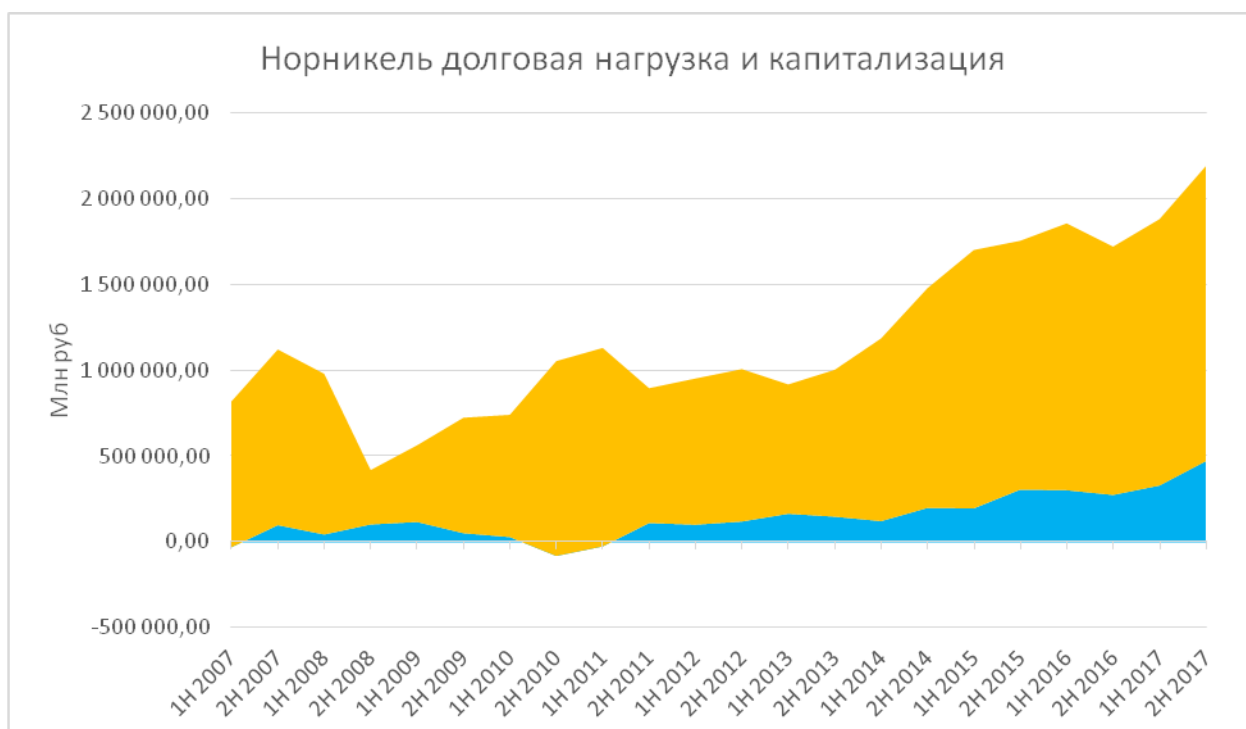
Норникель Финансы



Частично такой результат был вызван увеличением оборотного капитала (компания накопила запасы и реализует их в следующих периодах), повлиял и валютный курс – большая часть компании экспорт. По схожим причинам свободный денежный поток (FCF) стал отрицательным по итогам года:



Напрямую он не участвует в формуле определения дивидендов (они зависят от EBITDA и ковенант чистого долга), но является основным показателем прихода «живых денег» в компанию. Из свободного денежного потока можно погасить долг, выплатить дивиденды или увеличить оборотный капитал. Если FCF принял отрицательное значение, то дивиденды можно выплатить только из накопленных ранее денежных средств или в долг.



Компания прогнозирует снижение дивидендных выплат при негативном сценарии – если цены на металлы не продолжат рост, капитальные инвестиции и оборотный капитал вырастут. Пока все развивается по схожему сценарию.

Перспективная финансовая модель

Чистый долг/ EBITDA



Будущие дивиденды под угрозой и без корпоративного конфликта – EBITDA под давлением из-за сильного рубля и роста капитальных затрат (расходы на экологию и модернизацию производства). Как продолжение конфликта с Русалом может повлиять на дивиденды Норникеля? Снижение или отмена дивидендов – один из эффективных способов борьбы с закредитованным мажоритарием.

Есть множество примеров того, как популярные дивидендные лидеры (а Норникель именно такая бумага, и регулярно входит в ТОП лучших дивидендных идей аналитиков) сталкивались с обвалом котировок после того как уменьшали или отменяли дивидендные выплаты. Из последних примеров – Мегафон и привилегированные акции Сургутнефтегаза.

Без дивидендной поддержки акции Норникеля выглядят очень слабо и от них следовало бы избавиться и рассмотреть вариант короткой продажи. Однако вместе с выходом годового отчета открылся интересный момент: компания отразила в презентации для инвесторов значение Net Debt/EBITDA 1,88 для цели расчетов дивидендов, против реального показателя 1,88. В таком случае, на дивиденды будет выделено 55% от EBITDA или 575 рублей на акцию.



Это редкий случай завышения дивидендной базы, что снижает ценность будущих прогнозов исходя из фундаментальных факторов. Открывать шорт по акциям ГМК – чрезвычайно опасно и не рекомендуется. Оптимальный вариант – воздержаться от сделок по акциям Норникеля и Русала и временно сфокусироваться на других историях. Борьба акционеров за будущий рост в сырьевых активах может негативно сказаться на акционерной стоимости в среднесрочном периоде.

Отдельно про Rusal plc: динамика на базовый актив для алюминиевого холдинга схожа с другими промышленными металлами, но у компании высокий долг и дивиденды Норникеля второй после продажи алюминия источник денежных поступлений. Пока цена отражает текущую перспективу на будущий год по дивидендам ГМК. Маловероятный сценарий: если Русал продаст свой пакет в Норникеле (от чего он отказался ранее по более высокой цене), то акции могут переоцениться очень быстро.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

ООО «Пермская Фондовая компания» Г. Пермь, ул. Монастырская 15, тел. 8(342) 210-59-89