

INA

**MODEL I SHEMA REOTKUPA
DIONICA**

**ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA
KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV**

Zagreb, lipanj 2017.

1. Opis modela - sažetak

1. Vlada RH posebnom Odlukom (i izmjenom Zakona o INI) osniva posebnu tvrtku (SPV) na koju prenosi 44,84% dionica s Ministarstva državne imovine kao sadašnjeg titulara
2. Posebna tvrtka (SPV) na osnovu raspoloživih dionica izdaje „konvertibilne obveznice” i „obične obveznice”
3. SPV dobivena sredstva od kupaca obveznica isplaćuje MOL-u za otkup dionica (u rokovima sukladno ugovoru s MOL-om)

I. INA- MODEL REOTKUPA DIONICA

2. Konvertibilne i obične obveznice

Konvertibilne obveznice

- Konvertibilne ili zamjenjive obveznice se konvertiraju u dionice INA-e prema utvrđenim uvjetima
- Kad se izvrši konverzija ne plaća se više kamata, ali s obzirom da obveznice ovdje izdaje SPV a ne INA direktno, SPV za iznos konverzije otpušta KUPCU obveznice, dionice INE
- Tako se u INA-i ne povećava temeljni kapital i broj dionica

Obične obveznice

- Obveznice nemaju pravo zamjene za dionice
- Kamata se obično plaća polugodišnje, a ukupno izdanje dospijeva jednokratno na dan dospijeća
- SPV servisira otplatu kamata (glavnice) iz primljene dividende

3. Novčani tokovi i izdanje obveznica

Polazeći od činjenica:

- da se ova transakcija odvija prema političkoj odluci VRH-a i postojanju načelnog dogovora s MOL-om
- da MOL ima 49,08% dionica ili 4.908.000 komada dionica
- da je 6,08% dionica INA-e izvan kontrole (trenutnih zajedničara RH i MOL-a)
- da VRH želi uvijek kontrolirati najmanje 75% dionica INE (čime kontrolira glasove na Skupštini INA-e)
- da se do max. 25% ukupno izdanih dionica prepusti ostalim investitorima

Pojavljaju se dva ključna čimbenika:

1. iznos i omjer emisije konvertibilnih i običnih obveznica
2. novčani tokovi iz INA-e prema SPV-u kroz dividendu radi servisiranja obveza po izdanim obveznicama

I. INA- MODEL REOTKUPA DIONICA

3.1. Iznos emisije obveznica

- Konvertibilna obveznica je vrijednosni papir s fiksnim prinosom i zagaraniranom konverzijom u fiksni broj dionica INA-e pri dospijeću ili ranije ovisno o kupcu
- Kod dospijeća SPV ne treba gotovinu za isplatu obveznica već ustupa dionice
- Cijena dionica za konverziju se uredi kod izdanja obveznica
- Može se ugovoriti dospijeće od 10 godina, s tim da bi konverzijsko pravo bilo zaključano prvih 18 mjeseci (ili 2 godine)
- Dodatno, može se predvidjeti da VRH kupi „pro rata” dio dionica unutar lock up-a koji traje 18 mjeseci ili 2 godine
- Radi očuvanja ciljanog postotka vlasništva u konverziji može završiti do gotovo 19% dionica Mola, što zajedno s 6,08 ostalih dioničara ne prelazi 25%
- Za ostatak od 30% Molovih dionica, SPV bi izdao obične obveznice

I. INA- MODEL REOTKUPA DIONICA

3.2. Novčani tokovi (dividenda) INE i obveze SPV

- Kupon (kamata) na izdane obveznice SPV-a (koje su pokrivenе dionicama INE) ne bi trebala biti visoka (znatnije od kamate koju plaća RH na svoje obveznice)
- S obzirom da se predviđa dio (19%) izdati u obliku konvertibilnih obveznica za to nije potreban novac (mijenjaju se za dionice)
- Ovisno o roku izdanja obveznica, ostala bi obveza za servisiranje obveznica u visini 30% vrijednosti INE (onaj dio od 30% dionica za koje se izdaju obične obveznice) i to ne bi trebao biti problem
- Osim toga, s MOL-om bi se treba ugovoriti neka ročna otplata, a ne jednokratna

4. Prednosti ovog modela

- Izbjegavanje svih ekonomskih, socijalnih i političkih reperkusija koje proizlaze iz eventualnog IPO-a HEP-a
- INA se reotkupljuje INA-om tj. HR udio od 44,84 vrijedi samo malo manje od MOL-ovih 49,08% vlasništva. Ovaj mali spread u vlasničkom postotku je najbolji pokazatelj cijene (vrijednosti INE) Molu. INA vrijedi koliko i nama i obrnuto...plaćamo samo razliku (sa zavisnim troškovima), ali to nas ipak najmanje košta
- Ovaj proces (ako postoji stvarna volja Mola) se može odraditi vrlo brzo, procedura kod Hanfe je kratka
- Već nakon emisije obveznica, plaćanja MOL-u i simultano otpuštanje i prijenos dionica na VRH, može se na osnovu stečenih dionica od MOL-a započeti novi investicijski ciklus INE (uz različite kombinacije zalaganja dionica , kredita, dokapitalizacije, suradnički projekti s svjetskim naftnim kompanijama radi podjele rizika i usvajanja novih znanja i tehnologija itd...)
- Sve ovo u ovom Modelu oslobađa prostor, vrijeme i ljude za izradu nacionalne energetske strategije i institucionaliziranje (sadorsko i zakonsko iste)m te strategije razvoja i upravljanja INA-om.

I. INA- MODEL REOTKUPA DIONICA

5. Ključni koraci i rokovi realizacije

SRPAN - KOLOVOZ

- Priprema dogovora i rokova , završetak nacrtu ugovora RH i MOL-a
- Odabir investicijskih savjetnika

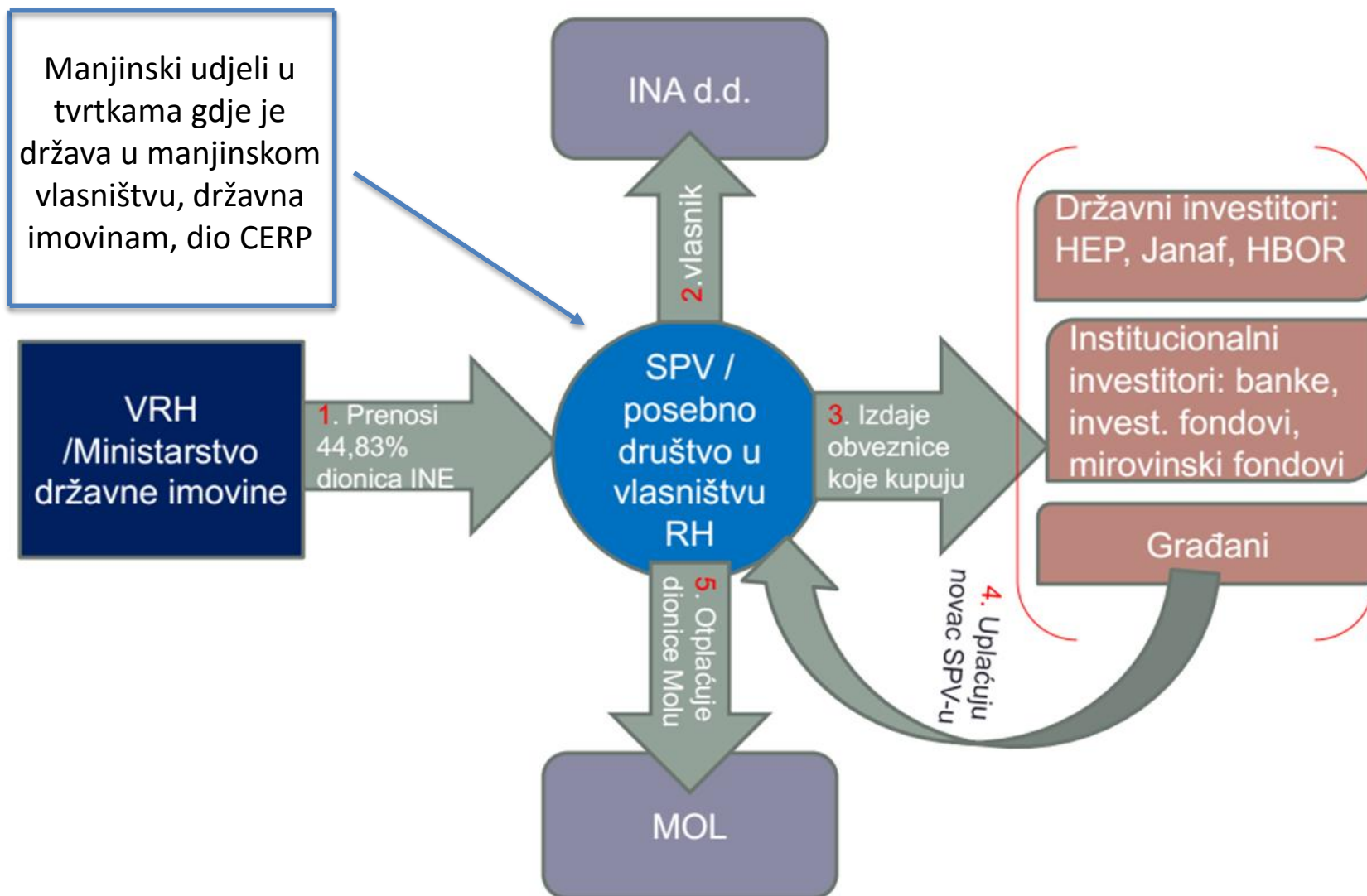
.... - RUJAN

- Priprema relevantne dokumentacije svih sudionika s investicijskim savjetnikom
- Finalna verzija Ugovora s utvrđenim uvjetima transakcije
- Osnivanje SPV

.... - STUDENI

- Upis i emisija obveznica
- Početak isplate MOLa i prijenos dionica na VRH

II. INA- SHEMA MODELA REOTKUPA DIONICA



II. INA- SHEMA MODELA REOTKUPA DIONICA

Napomene:

1. U manjem dijelu u kojem bi sudjelovali tzv. državni investitori (HBOR, HEP i Janaf), SPV im može umjesto konvertibilnih (zamjenjivih obveznica za dionice INE) direktno ponuditi dionice INE. Neovisno što je 6,08% dionica kod ostalih investitora, s obzirom da su ovi pod kontrolom RH, može im se ponuditi i više od 25% barem u prvom koraku. SPV/RH s njima može ugovoriti pravo prvokupa (reotkupa) u kasnijem koraku. Znači, u ovom slučaju SPV nema troška kamata koje bi inače plaćao kad izdaje obveznice.
2. U dijelu u kojem bi sudjelovali ostali investitori (banke, fondovi i građani) i koji bi kupovali tzv. obične obveznice, SPV bi plaćao kamatu na izdane obveznice i glavnicu kod dospjeća obveznica. SPV ovo otplaćuje iz zarade INE odnosno primljene dividende.

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

Banke

- na računima za namirenje sve banke u Hrvatskoj raspolažu s 24,30 milijardi kuna
- dnevni višak banaka na računima je 15,1 milijardi kuna
- prosječni višak na računima iznosi čak 12,5 milijardi kuna

Inače banke imaju uloženo u obveznice samo 1,9 milijardi kuna, dok je u trezorskim zapisima RH 4,2 milijarde kuna, u dionicama 0,7 milijardi , a krediti građanima i trgovačkim društvima iznose 215 milijardi kuna.

Od obveznica trenutno su na tržištu:

- obveznice Hrvatske pošte izdane u 2015 u HRK s kuponom od 5,125%
- obveznice Zagrebačkog holdinga s dospeljećem 2023. U HRK s kuponom 3,875%

Zaključno, vezano za likvidnost, izdanje na domaćem tržištu u kunama bi trebalo proći bez problema jer dospijeva stara 17 tica. Bankama je bitno da je u kunama i duže od 5 godina da mogu koristiti u strukturnim aukcijama HNB-a, a devize od sljedeće godine ulaze u ograničenje izloženosti prema jednoj osobi (RH) i ponderiraju se sa 100% a ne kao do sada sa 0 za RWA i adekvatnost kapitala. Prinos vjerojatno između 2,75% i 3%, možda bliže gornjoj granici obzirom na očekivano podizanje referentne stope od strane FED-a u ovoj godini.

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

Društva za osiguranje

Društva za osiguranje godišnje zaračunaju oko 8,5 milijardi kuna premije, a za pokriće tehničke premije imaju uloženo 9,3 milijardi kuna u vrijednosne papire i to pretežno u obveznice RH.

Za pokriće matematičke pričuve imaju uloženo 16,7 milijardi kuna u vrijednosne papire, pretežito u obveznice RH.

S obzirom da još nema objavljenih podataka, na kraju 2016. Ukupno je oko 27 milijardi kuna u vrijednosnim papirima.

Korporativna obveznica SPV s prinosom do 3% bi im bila više negoli interesantna.

Obvezni mirovinski fondovi

Obično se ističe da obvezni mirovinski fondovi trenutno raspolažu s neto imovinom oko 83 milijarde kuna, ali zanimljivo je da u korporativnim obveznicama imaju uloženo samo 1,6 milijardi kuna (1,9% imovine) najviše iz razloga što gotovo pa nije bilo izdanja korporativnih obveznica nakon 2008.

Dakle, svako izdanje korporativnih obveznica s kuponom od oko 3% više je negoli zanimljivo za mirovinske fondove.

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom

Ukupna neto imovina svih otvorenih investicijskih fondova u RH je 17,8 milijardi kuna, Međutim, oni koji ulažu u obveznice kao što su obveznički otvoreni fondovi s imovinom od 3,8 milijardi kuna imaju u korporativnim obveznicama samo 23,4 milijuna kuna ili 0,6%.

Dodatno, mješoviti otvoreni fondovi imaju imovinu od 0,8 milijardi kuna, ali u korporativnim obveznicama samo 13,1 milijun kuna ili 1,56%

Sve ovo upućuje da fondovi nemaju atraktivnih korporativnih obveznica I obveznice SPV-a bi im bilo jako zanimljive.

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

Popis korporativnih obveznica uvrštenih na ZSE

imbol	Izdavatelj	ISIN	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja
ATGR-O-216A	Atlantic Grupa d.d.	HRATGRO216A9	200.000.000	1,00 HRK	17.6.2016
DLKV-O-302A	Dalekovod d.d.	HRDLKVO302A0	16.177.185	1,00 HRK	3.2.2015
DLKV-O-302E	Dalekovod d.d.	HRDLKVO302E2	1.235.713	1,00 EUR	3.2.2015
HEP-O-17CA	Hrvatska elektroprivreda - dioničko društvo	HRHEP0017CA4	700.000.000	1,00 HRK	31.12.2007
HOTR-O-173A	Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge	HRHOTRO173A5	7.715.000	1,00 EUR	7.2.2011
HP-O-19BA	HP-Hrvatska pošta d.d.	HRHP00019BA4	400.000.000	1,00 HRK	18.2.2015
IGH-O-176A	Institut IGH d.d.	HRIGH00176A8	10.000.000	1,00 EUR	23.7.2013
JDGL-O-20CA	JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d. d.	HRJDGLO20CA4	200.000.000	1,00 HRK	23.3.2016
JRLN-O-17AA	Jadrolinija	HRJRLNO17AA0	11.000.000	1,00 EUR	25.2.2013
LNGU-O-31AE	LANIŠTE d.o.o.	HRLNGUO31AE3	54.985.733	1,00 EUR	26.9.2016
MTEL-O-137A	Metronet telekomunikacije d.d.	HRMTELO137A1	19.800.000	1,00 EUR	23.10.2009
NFDA-O-AA0A	NETA Capital Croatia d.d.	HRNFDAOAA0A6	1.530.000	1,00 HRK	5.12.2014
OPTE-O-142A	OT-OPTIMA TELEKOM d.d.	HROPTEO142A5	250.000.000	1,00 HRK	3.8.2015
RIBA-O-177A	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	HRRIBAO177A1	80.000.000	1,00 EUR	21.7.2011
RIBA-O-17BA	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	HRRIBAO17BA8	300.000.000	1,00 HRK	4.2.2013
ZGHO-O-237A	ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o.	HRZGHOO237A3	1.800.000.000	1,00 HRK	15.7.2016

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANCIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

Kad se pogleda popis ovih obveznica s obzirom na izdavatelja i s obzirom na potencijal našeg izdavatelja SPV tada ne bi bilo problema s upisom.

Evo tko je sve kupio:

Atlantic:

Redni broj	Vlasnik (nositelj) računa / Suovlaštenik (imatelj) VP	Postotak udjela
1.	ERSTE & STEIERMARKISCHE BANK D.D.	22,25
2.	ZAGREBAČKA BANKA D.D.	15,65
3.	ADDIKO BANK D.D./RAIFFEISEN OMF KATEGORIJE C - Skrbnički račun	10,00
4.	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D./ERSTE PLAVI OMF KATEGORIJE B - Skrbnički račun	6,00
5.	CROATIA OSIGURANJE D.D.	5,00
6.	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D.	5,00
7.	PODRAVSKA BANKA D.D.	5,00
8.	RAIFFEISEN MIROVINSKO OSIGURAVAJUĆE DRUŠTVO D.D.	4,25
9.	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D./AZ OMF KATEGORIJE B - Skrbnički račun	4,00
10.	ADDIKO BANK D.D./PBZ CO OMF - KATEGORIJA B - Skrbnički račun	3,50

III. ANALIZA POTENCIJALA FINANIJSKIH INSTITUCIJA KAO INVESTITORA U OBVEZNICE SPV

HEP izdanje 700.000.000 HRK

Redni broj	Vlasnik (nositelj) računa / Suovlaštenik (imatelj) VP	Postotak udjela
<u>1.</u>	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D.	<u>39,85</u>
<u>2.</u>	ZAGREBAČKA BANKA D.D.	<u>12,81</u>
<u>3.</u>	ADDIKO BANK D.D./RAIFFEISEN OMF KATEGORIJE B - Skrbnički račun	<u>9,29</u>
<u>4.</u>	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	<u>8,94</u>
<u>5.</u>	ERSTE & STEIERMARKISCHE BANK D.D. - Skrbnički račun	<u>7,66</u>
<u>6.</u>	UNIQA D.D. (1/1)	<u>4,29</u>
<u>7.</u>	UNIQA D.D.	<u>2,86</u>
<u>8.</u>	ZAGREBAČKA BANKA D.D. - Skrbnički račun	<u>2,86</u>
<u>9.</u>	ADDIKO BANK D.D./PBZ CO OMF - KATEGORIJA B - Skrbnički račun	<u>2,74</u>
<u>10.</u>	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D./AUCTOR CASH OIF S JP - Skrbnički račun	<u>1,9</u>

HP (Hrvatska pošta)

edni broj	Vlasnik (nositelj) računa / Suovlaštenik (imatelj) VP	Postotak udjela
<u>1.</u>	HP D.D. (1/1)	<u>25,00</u>
<u>2.</u>	HPB D.D.	<u>14,94</u>
<u>3.</u>	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANKA D.D./ERSTE PLAVI OMF KATEGORIJE B - Skrbnički račun	<u>8,97</u>
<u>4.</u>	RAIFFEISENBANK AUSTRIA D.D.	<u>4,65</u>
<u>5.</u>	CROATIA OSIGURANJE D.D.	<u>4,54</u>
<u>6.</u>	ADDIKO BANK D.D./PBZ CO OMF - KATEGORIJA B - Skrbnički račun	<u>3,58</u>
<u>7.</u>	ZAGREBAČKA BANKA D.D.	<u>3,55</u>
<u>8.</u>	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D. - Skrbnički račun	<u>3,13</u>
<u>9.</u>	EUROHERC OSIGURANJE D.D.	<u>2,75</u>
<u>10.</u>	PODRAVSKA BANKA D.D.	<u>2,60</u>

IV. SPV MODEL – U KONTEKSTU JAVNOG DUGA

1. SPV ima samostalnu, nezavisnu mogućnost prodaje imovine do određenog iznosa bez Vlade (prenesena imovina ili dio dionica kojim se ostvaruje prihod na tržištu);
2. SPV ima rok trajanja , odnosno ograničeno vrijeme;
3. SPV mora imati imovinu veću od potencijalnih obveza – time se izbjegava rizik i korist od imovine i obveza u vlasništvu;
4. Troškovi zaposlenih u SPV ne prelaze 50% prihoda,

OVAJ MODEL NIJE MODEL JAVNOG DUG-a, a gore su navedeni kriterij zašto to nije javni dug

V. POTREBNI DALJNI KORACI

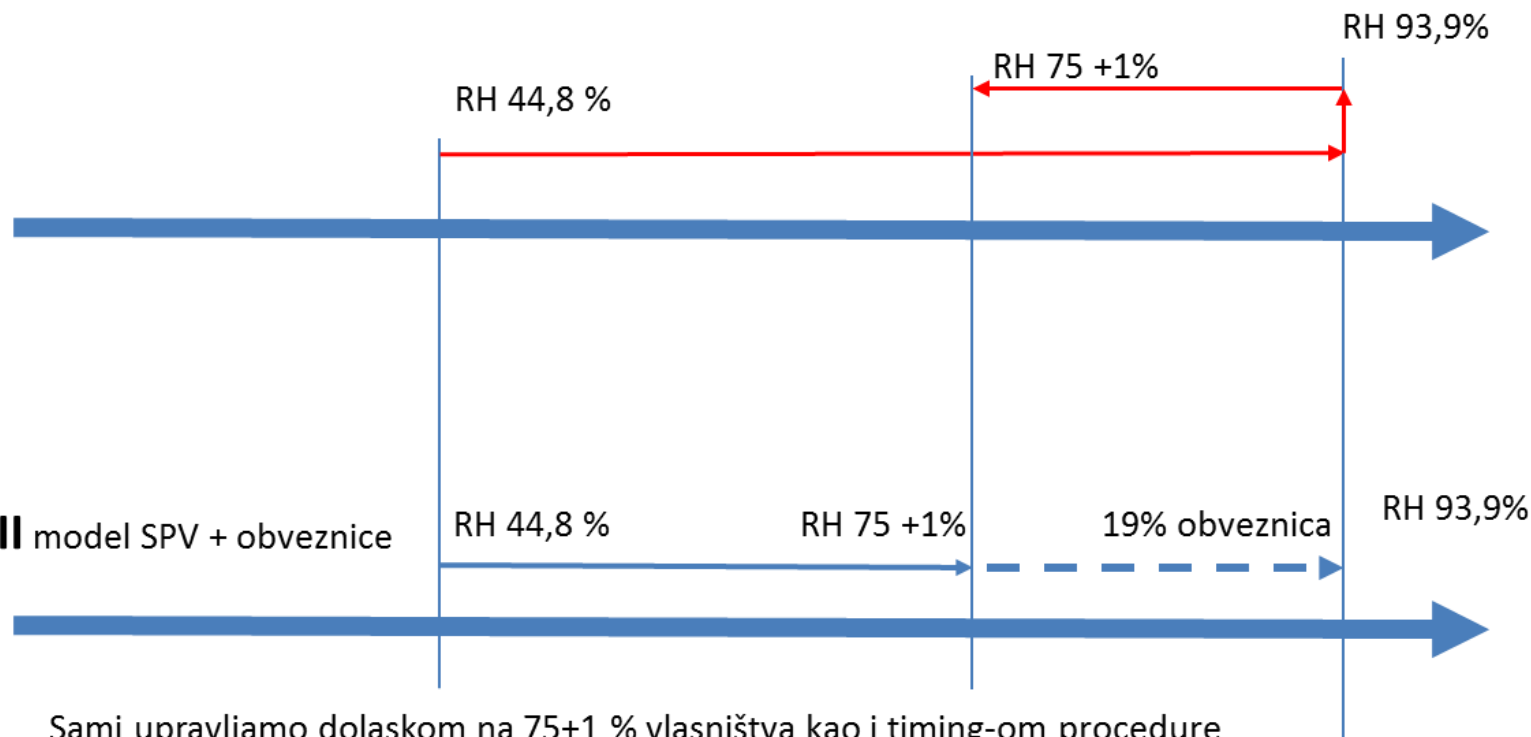
1. Ukinuti rješenje kojim su na 107.sjednici Vlade RH 01.08.2013. imenovani za pregovarače s MOL-om Ivan Vrdoljak i Mladen Pejnović.
2. Ukinuti okvir za pregovore s MOL-om koji je Vlada RH donijela na istoj sjednici (107.sjednici Vlade RH 01.08.2013) obzirom da nakon političke odluke Vlade RH da se ide u otkup dionica MOL-a isti više nema smisla.
3. Raspisati javni natječaj za procijenu vrijednosti INA-e, koja će biti podloga za pregovore. Nakon što se napravi financijska forenzika i utvrdi svarna vrijednost INA-e koristeći sve argumente ide se u reotkup.
4. Izrada strategije i plana budućeg poslovanja kompanije koja se preuzima od strane investicijskog savjetnika – ovaj korak je važan jer stvara podlogu za pregovore sa vlasnikom dionica, ali i za financiranje, budući da bi kupovina bila najvjerojatnije financirana dugom savjetnik bi trebao izraditi realan, održiv i nepristran model poslovanja iz kojeg bi se vidjelo da postoje realni izvori vraćanja uložених sredstava.

Stjecanje i otpuštanje dijela dionica INA-e (cca 19%) (dva pristupa: prednosti i nedostaci)

Usporedba dva modela



I model bridge loan i IPO HEPa te vlasnička struktura INA-e



Sami upravljamo dolaskom na 75+1 % vlasništva kao i timing-om procedure
Vremenski kraći i jeftiniji