Sektor paliwowy

Polska

PKN Orlen, Lotos

PKNA.WA; PKN PW

LTOS. WA; LTS PW

Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Zmiana przepisów o zapasach obowiązkowych?

W Ministerstwie Gospodarki udało nam się potwierdzić dzisiejsze doniesienia prasowe dotyczące prowadzonych prac nad nowelizacją przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych paliw płynnych. Nowy projekt, który ma przenieść obowiązek gromadzenia rezerw na agendę rządową i zdjąć to obciążenie ze spółek paliwowych powinien być gotowy do szerszych konsultacji za kilka miesięcy, a pewne ramy czasowe wejścia tych postanowień w życie będzie określać przygotowywana dyrektywa unijna (kraje członkowskie będą musiały spełniać jej postanowienie do końca kolejnego roku po jej uchwaleniu, a więc w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu do grudnia 2010). Komisja Europejska ma zamiar nałożyć na kraje obowiązek powołania państwowej agendy, która zajmowałaby się gromadzeniem i zarządzaniem rezerwami obowiązkowymi paliw i pobierałaby za to opłaty celowe od koncernów paliwowych. Taki kierunek uzasadnia tym, że zapasy gromadzone często na kredyt w firmach prywatnych nie znajdują się w pełnej dyspozycji kraju na wypadek sytuacji kryzysowej (stanowią zabezpieczenie kredytów). Perspektywa wejścia w życie takich rozwiązań to bardzo dobra informacja dla Orlenu i Lotosu, w przypadku których wycena giełdowa nie uwzględniała do tej pory zgromadzonych zapasów obowiązkowych, co wydawało się słuszne ze względu na ich niepłynność. W powyższym scenariuszu może się okazać, że inwestorzy będą musieli doliczyć do wartości Orlenu prawie 4 mld PLN (9,4 PLN/akcję), a Lotosu 1,5-1,7 mld PLN (15 PLN/ akcję). Dodatkowo rachunek przyszłych przepływów pieniężnych Lotosu w latach 2011-12 może zostać wzbogacony o uwzględnione przez nas w modelu ujemne przepływy z tytułu zgromadzenia wyższych rezerw obowiązkowych po zwiększeniu sprzedaży, które przy naszych założeniach cen ropy i kursu USD/PLN mogą sięgnąć odpowiednio 0,9 mld PLN i 0,8 mld PLN. Oczywiście nie oczekujemy, że konkretne rozwiązania legislacyjne pojawią się w ciągu kilku miesięcy, ale sama perspektywa takiego scenariusza powinna zmienić postrzeganie polskich rafinerii przez inwestorów, którzy szczególną uwagę przykładają do wysokiego poziomu zadłużenia. Poprawa ich sytuacji bilansowej pozwoli naszym zdaniem na skupienie uwagi rynku na pozytywnych tendencjach w zakresie makro rafineryjnego, gdzie obserwujemy stabilizację marż i wzrost dyferencjału. Podtrzymujemy rekomendacje kupuj dla Orlenu i Lotosu.

- **Perspektywa czasowa-** Opracowywana obecnie przez KE dyrektywa dotycząca zapasów obowiązkowych według wstępnego harmonogramu powinna zostać uchwalona w ciągu najbliższych miesięcy. Państwa członkowskie musiałyby się dostosować do jej postanowień do końca kolejnego roku po jej uchwaleniu, czyli prawdopodobnie do grudnia 2010. Polskie władze mają więc na wypracowanie ostatecznej koncepcji zmiany systemu zapasów obowiązkowych około 1,5-2 lata.
- **Aspekty techniczne**- Państwa członkowskie będą zobowiązane do ustanowienia rządowej agencji, która zajmowałaby się gromadzeniem i utrzymaniem zapasów paliw, co znacznie zwiększyłoby ich dostępność w sytuacji kryzysowej. W polskich realiach oznacza to konieczność wykupienia obecnych zapasów od wszystkich graczy na rynku, co implikuje wydatek rzędu 6-7 mld PLN (przy obecnych cenach ropy i kursie USD/PLN). Na razie nie ma jeszcze ostatecznej koncepcji sfinansowania tej transakcji, ale wchodzą w grę kredyty od bankowych instytucji niekomercyjnych w ramach polityki unijnej oraz kredyty banków komercyjnych za poręczeniem rządowym. Rozważana jest również koncepcja rozłożenia tego wykupu w czasie, co mogłoby się odbywać w naszej opinii na podobnych zasadach jak leasing aktywów przesyłowych w PGNiG. Fizycznie zapasy były nadal przechowywane w ramach infrastruktury Lotosu i Orlenu, którym rządowa agencja uiszczałaby opłaty za dzierżawę powierzchni magazynowej. Jednocześnie wszyscy gracze na rynku musieliby ponosić tzw. opłatę celową w ramach wynagrodzenia dla agencji. Efekt netto tej zmiany nie powinien więc mocno obciążać rachunków rafinerii, choć na razie nie wiadomo jeszcze ile pobierałyby za udostępnianie kawern i baz paliwowych , a ile musiałby płacić w ramach składek do agencji.
- **Aspekty finansowe**- Wejście w życie takich rozwiązań byłoby bez wątpienia pozytywne dla Orlenu i Lotosu, nie tylko ze względu na wyeliminowanie tak dużych wahań EBIT implikowany przez efekt LIFO w środowisku zmiennej ceny ropy (widoczny również na nierotujących zapasach obowiązkowych), ale przede wszystkim poprzez uwolnienie ogromnych zasobów gotówkowych zamrożonych obecnie w kapitale obrotowym (także brak konieczności zwiększenia kapitału obrotowego przez Lotos w 2011 i 2012 roku, kiedy zapasy obowiązkowe będzie trzeba tworzyć od zwiększonej sprzedaży z roku 2010- w naszym modelu są to kwoty odpowiednio -0,9 mld PLN i -0,8 mld PLN, ale ich wysokość będzie oczywiście zależała od przyszłych cen ropy i kursu USD/PLN). Przypominamy, że koncerny muszą utrzymywać zapasy w wysokości 76 dni sprzedaży paliw, częściowo w ropie (około 65%) a częściowo w produktach gotowych (35%). Wartość zgromadzonych rezerw w Płocku to około 3,9-4 mld PLN, natomiast w Lotosie około 1,5-1,7 mld PLN (relatywnie więcej ze względu na wysoki poziom działalności importowej). Obecne otoczenie makro wydaje się sprzyjające do wykupu tych zapasów, gdyż ich wartość przy tych cenach ropy jest niska. Z drugiej strony znaczna część (ponad 60%) tych rezerw w koncernach była budowana do roku 2006, a więc po cenach zbliżonych (średnio) do obecnych. Można mieć zastrzeżenia oczywiście do tego, że na pozostałej części koncerny zanotowały stratę po spadku notowań ropy, ale ten fakt został już zdyskontowany w kursach akcji.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler"

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV*- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Centrum Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, Unibep
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.