

Podjetje: Petrol d.d.

Oznaka: PETG

Zadnji tečaj 09.10.2017: 359,50 EUR

Ciljna cena: 420 EUR

Potencial: + 17 %

Priporočilo: POVEČAJ

*Pripravil: Domen Granda, finančni analitik GBD BPD, dne 10.10.2017 ob 11:57***Poslovanje v letu 2016**

- 1 % višji prihodki od prodaje
- 10 % višji prilagojeni kosmati poslovni izid
- 25 % višja prodaja električne energije
- 12 % višja količinska prodaja nafte
- 2 % višja prodaja zemeljskega plina
- 4 % višji prihodki od prodaje trgovskega blaga
- 6 % višji EBITDA
- 9 milijonov boljši finančni izid
- 11 % višji čisti poslovni izid
- Znižanje razmerja neto dolg/EBITDA iz 3,3 na 2,6

Petrol je v letu 2016 presegel načrt poslovanja in dosegel zmerno rast poslovanja. Spodbudno je, da so dosegli rast količinske prodaje v vseh ključnih postavkah in kar 4 odstotke višje prihodke iz prodaje trgovskega blaga. Zmanjšanje zadolženosti in nižanje obrestnih mer je pozitivno vplivalo na znižanje odhodkov za obresti v višini 2,3 milijona evrov. Ob objavi letnega poročila je razočaral edino konservativen načrt uprave za leto 2017.

Načrt uprave za leto 2017

- 3,6 mrd EUR prihodkov od prodaje,
- Prilagojeni kosmati poslovni izid v višini 386 mio EUR,
- EBITDA v višini 150,9 mio EUR,
- Čisti poslovni izid v višini 74,7 mio EUR,
- Neto dolg/kapital v višini 0,6,
- Neto dolg/EBITDA v višini 2,8,
- Prodaja proizvodov iz nafte v višini 2,7 mio ton,
- Prodaja utekočinjenega naftnega plina v višini 151,9 tisoč ton,
- 524,7 mio EUR prihodkov od prodaje trgovskega blaga,
- Prodaja električne energije v višini 12,4 TWh,
- Maloprodajna mreža 493 bencinskih servisov in
- Naložbe v stalna sredstva v višini 63,2 mio EUR.

Poslovanje v polletju 2017

- 26 % višji prihodki, ki so posledica rasti cen nafte
- 9 % višji prilagojeni kosmati poslovni izid
- 9 % višja prodaja toplotne energije
- 7 % višja količinska prodaja nafte
- 1 % nižja prodaja zemeljskega plina

- 6 % višji prihodki od prodaje trgovskega blaga
- 10 % višji EBITDA
- 6 % višji čisti poslovni izid
- 2,9 milijona nižji odhodki za obresti
- 1,6 milijona slabši finančni izid
- Znižanje razmerja neto dolg/EBITDA iz 2,6 na 2,4

Poslovanje v polletju 2017 je bilo dobro in nad načrtom uprave za leto 2017. Poslovanje je raslo z manjšo dinamiko kot v letu 2016, ampak je uprava pozitivno presenetila z izboljšanjem EBITDA marže v drugem četrtletju. Glavno razočaranje za vlagatelje je majhna rast čistega poslovnega izida, ki je posledica 3,8 milijonskega popravka vrednosti terjatev. Na podlagi dobrega polletja pričakujem, da bo skupina Petrol v letu 2017 preseгла načrt poslovanja in realizirala EBITDA v višini 153,7 milijona evrov in čisti poslovni izid v višini 75,5 milijona evrov oziroma 36,6 evra po delnici.

Cilji skupine Petrol za leto 2020:

- 4,3 mrd EUR prihodkov od prodaje
- 190 mio EUR EBITDA
- 97 mio EUR čistega poslovnega izida
- 2,2 neto dolg / EBITDA
- 350 mio EUR naložb v stalna sredstva v obdobju 2016–2020
- 527 bencinskih servisov v maloprodajni mreži
- 2,9 mio ton prodanih proizvodov iz nafte¹
- 236 tisoč ton prodaje utekočinjenega naftnega plina
- 719 mio EUR prihodkov od prodaje trgovskega blaga
- 413 mio m³ prodaje zemeljskega plina (dobava in trgovanje)
- 15 TWh prodaje električne energije (dobava in trgovanje)
- 139 tisoč MWh prodane toplote

Uprava družbe si je do leta 2020 zastavila zelo ambiciozne cilje poslovanja, ki temeljijo na rasti prodaja električne energije in trgovskega blaga. Uprava napoveduje tudi nižanje deleža stroškov v kosmatem poslovnem izidu iz 74 na 71 odstotkov na podlagi reorganizacije poslovanja. Ocenjujem, da bo realizacija načrta zelo odvisna od morebitne sprostitev goriv. V primeru, da do sprostitve cen goriv ne pride bo načrt težko uresničljiv do leta 2020, saj je konkurenca na področju energetike visoka. V oziru na negotovost v povezavi s sprostitvijo cen goriv sam pričakujem, da bo načrt realiziran v letu 2022 – dve leti kasneje od načrtovanega.

Primerjava s konkurenti

Petrol je primerjalno gledano vrednoten podobno kot konkurenti vendar moramo pri primerjavi upoštevati, da Petrol ni neposredno primerljiv s konkurenti, ker se ne ukvarja s pridobivanjem nafte, ampak samo z veleprodajo in maloprodajo preko bencinskih črpalk. Za skupino Petrol je zelo pomembna tudi prodaja trgovskega blaga in uspešnost pri prehodu v vodilno energetska podjetje v Sloveniji. Petrolovo poslovanje je zaradi visokega tržnega deleža in neodvisnosti od cene nafte bistveno manj tvegano kot poslovanje delno primerljivih podjetij. Načrt skupine Petrola za leto 2020 je tudi bistveno bolj ambiciozen in na Petrolovo poslovanje bi lahko pozitivno vplivala morebitna sprostitev marž.

Primerjalno vrednotenje s konkurenti, ki upošteva, da Petrol z njimi ni neposredno primerljiv, kaže na primerno vrednost delnice Petrola pri 394 evrih, in Petrol je trenutno po temeljnih kazalcih poslovanja malenkost cenejši od konkurentov.

Podjetje	Tržna k.	P/E	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT
	m. EUR		2017E		T12M	2017E	T12M	2017
OMV AG	15.637	-	12,4	1,8	10,9	5,0		9,6
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS	7.858	7,3	8,1	1,2	5,0	5,0	9,1	8,8
POLSKIE GORNICTWO NAFTOWE	9.073	12,2	10,6	1,2	5,4	5,1	8,7	7,7
INA INDUSTRIJA NAFTI	4.331	34,6	-	2,9	10,7	-	23,2	
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	12.661	8,0	9,4	1,9	5,3	6,0	6,7	7,7
HELLENIC PETROLEUM SA	2.231	5,7	6,2	1,0	4,7	5,4	6,0	6,8
UNIPETROL AS	2.412	5,5	4,9	1,3	4,4	2,9	5,6	3,3
NIS AD NOVI SAD	924	-	-	-	5,2	-	10,0	5,4
N1 HF	237	10,5	-	2,3	10,7	-	14,6	
SUNOCO LP	2.693	16,6	-	2,0	-	10,4		18,4
OMV PETROM SA	3.591	8,9	6,7	0,6	2,6	2,4	6,0	4,9
PETROL DD LJUBLJANA	741	9,8	9,6	1,2	6,5	7,1	9,0	10,1
Mediana	3.142	9,4	8,8	1,3	5,3	5,1	8,8	7,7
Povprečje	5.199	11,9	8,5	1,6	6,5	5,5	9,9	8,3

Podjetje	P/S	Neto dolg/	ROE	ROA	EBITDA	EBIT	Dividendni	RSI 14D
		EBITDA	%	%	marža %	marža %	donos %	
OMV AG	0,7	0,64	10,4	-2,1	19,0	-15,4	2,7	48,6
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS	0,5	0,95	21,6	7,3	18,7	10,6	5,5	47,6
POLSKIE GORNICTWO NAFTOWE	1,1	0,08	10,3	6,7	20,5	10,7	3,6	48,1
INA INDUSTRIJA NAFTI	1,8	1,10	8,9	4,7	18,5	15,6	0,0	47,5
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	0,6	0,38	22,4	12,5	11,0	9,0	2,5	64,1
HELLENIC PETROLEUM SA	0,3	2,11	23,4	5,5	12,5	5,5	4,5	45,1
UNIPETROL AS	0,6	-2,50	18,8	16,4	6,8	17,1	4,0	68,0
NIS AD NOVI SAD	-	1,86	-	4,1	-	8,9	5,7	47,2
N1 HF	0,9	1,87	32,0	13,7	10,0	5,9	0,0	64,0
SUNOCO LP	0,2	61,90	8,0	-8,9	-	1,3	10,4	55,5
OMV PETROM SA	0,9	-0,06	7,7	4,5	33,1	16,9	7,2	42,0
PETROL DD LJUBLJANA	0,2	2,59	12,9	5,1	4,0	2,6	4,3	41,7
Mediana	0,6	1,03	12,9	5,3	15,5	8,9	4,2	47,9
Povprečje	0,7	5,91	16,0	5,8	15,4	7,4	4,2	51,6

Vir: Bloomberg, podatki na dan 6.10.2017

Sprostitev cen goriv

9.11.2016 je začela veljati uredba o sprostitvi pogonskih cen goriv, ki je sprostila ceno kurilnega olja in ceno goriv na avtocestah. Petrol se je od sprostitve odzval z manjšo prilagoditvijo cen kurilnega olja in manjšo prilagoditvijo cen na obmejnih avtocestah. Na sprostitvev goriv so se odzvali taktično, saj je glavni cilj popolna sprostitvev cen goriv, ki bi vodila v povišanje marž. Na naslednjo odločitev o morebitni popolni sprostitvi cen bo potrebno počakati do 31.10.2017. Popolna sprostitvev cen goriv bi zaradi sestave trga zelo verjetno vodila v izboljšanje marž in izboljšanje čistega poslovnega izida. Po letih lobiranja je sprostitvev cen goriv na avtocestah

znak, da bi lahko prišlo tudi do popolne sprostitev cen goriv, ampak ker je le ta politične narave končno odločitev spremlja visoka negotovost.

Lastniške spremembe

Februarja letos je SDH odkupil 3 odstotni delež od NLB v Petrolu. Z nakupom težkim 20 milijonov se zmanjšuje upanje za morebitno prodajo Petrola, saj je država dala jasno vedeti, da si želi več kot 25 odstotni delež v podjetju in da želi imeti prevladujoči vpliv. Na aprilski skupščini slovaški skupini J&T v nadzorni svet Petrola ni uspelo imenovati svojega predstavnika. Po skupščini so sporočili, da bi se morala lastniška struktura podjetja odražati tudi v ustrezni sestavi nadzornega sveta Petrola in napovedali vložitev izpodbojnih tožb. Letos je postalo jasno, da država ne bo dovolila prikritega ali celo sovražnega prevzemanja Petrola. Že pred tem je država z zakonom o izvrševanju proračuna določila, da morajo zasebni lastniki Petrola pred morebitnim povečanjem svojega deleža nad 25 odstotkov pridobiti soglasje vlade. Finančna skupina J&T se je na korake države odzvala tako, da že nekaj mesecev išče kupca za svoj 12,8-odstotni delež. V prihodnjih tednih bo objavljen tudi razpis za prodajo dveh odstotkov delnic Nove KBM. Tudi v Družbi za upravljanje terjatev bank (DUTB) pričakujejo, da bodo svoj 1,7-odstotni delež Petrola začeli prodajati še letos.

Kratkoročno bi lahko lastniške spremembe povzročile negativen pritisk, saj so odraz problematike, da politika hoče še naprej obvladovati domača podjetja in posledično so večji deleži za večje vlagatelje manj zanimivi. Za lastnike je spodbudno edino, da je na skupščini bil potrjen predlog za nakup do 10 odstotkov lastnih delnic:

Pri pridobivanju delnic na organiziranem ali na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev nakupna cena delnic ne sme biti nižja od 50 % knjigovodske vrednosti delnice, izračunane na podlagi zadnjih javno objavljenih revidiranih poslovnih izkazov skupine PETROL. Nakupna cena delnic prav tako ne sme biti višja od 12-kratnika čistega dobička na delnico (EPS), izračunanega na podlagi zadnjih javno objavljenih revidiranih poslovnih izkazov skupine PETROL.

Petrol bi posledično lahko sodeloval v lastniških spremembah kot kupec in prišel do delnic z diskontom glede na trenutno tržno delnico. V primeru, da bi Petrol izvedel odkup in umik lastnih delnic bi to zaradi visokega denarnega toka in povišanja dobička na delnico ustvarilo dodano vrednost za delničarje.

Analiza prihodnjih denarnih tokov (FCF-F)

Pri analizi prihodnjih denarnih tokov pričakujem, da bo Petrol v prihodnosti povečeval količinsko prodajo svojih izdelkov. Pričakujem, da se bodo cene nafte dolgoročno stabilizirale pri trenutnih nivojih in da se bo rast prihodkov odrazila tudi v rasti prilagojenega kosmatega poslovnega izida, ki ni odvisen od višine cen goriv. Pri pričakovanjih o gibanju prihodkov in marž se je potrebno zavedati, da ima Petrol na domačem trgu visok tržni delež in strateške bencinske črpalke po Sloveniji. Napoved prihodnjega poslovanja izhaja iz načrta za leto 2020 pri čemer sam pričakujem nekaj manj investicij in dosego načrtovanih postavk šele v letu 2022. Na podlagi količinske prodaje, preusmeritve v energetiko in nižanja stroškov pričakujem rast EBITDA marže in rast čistega poslovnega izida. Zaradi visokih investicij v prihodnjih letih se bo povečal delež deprecijacije in amortizacije kar bo vodilo v nižjo rast EBIT marže. Petrol bo v prihodnjih letih sposoben generirati visok denarni tok in bo znižal zadolženost na 2,2-kratnik EBITDA. Pričakujem, da bo Petrol dosegel dolgoročno EBITDA maržo v višini 4,2 odstotka in dolgoročno rast v višini 1 odstotka. Dolgoročno bo za Petrol namreč velik izziv prehod na električne avtomobile in drugačna vloga bencinskih črpalk. Visok denarni tok bo omogočal nakupe lastnih delnic in nadaljevanje izplačila visokih dividend. V letu 2018 pričakujem izplačilo 15 evrov dividende po delnici kar pri trenutni ceni pomeni visoko 4,25 odstotno dividendno donosnost.

Na podlagi analize prihodnjih denarnih tokov ocenjujem, da je primerna vrednost delnice Petrol pri 431 evrih. Analiza občutljivosti ključnih predpostavk je na voljo na zadnji strani.

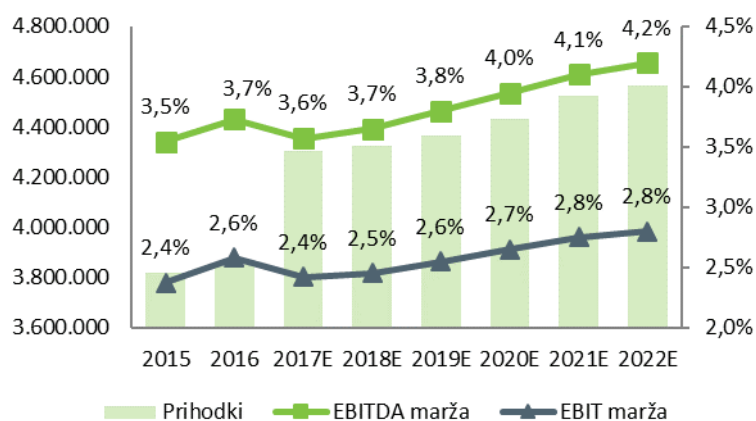
Leto	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Rast prihodkov		1,0%	11,6%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	1,0%
Prihodki	3.818.682	3.856.703	4.302.205	4.323.716	4.366.953	4.432.457	4.521.107	4.566.318
EBITDA	135.400	143.800	153.709	157.816	165.944	175.082	185.365	191.785
EBIT	90.559	99.559	106.345	105.931	111.357	117.460	124.330	127.857
EBIT(1-T)	78.714	80.723	86.671	86.599	91.313	96.317	101.951	104.843
Depr. in amort.	44.841	44.241	47.364	51.885	54.587	57.622	61.035	63.928
Investicije	56.286	61.268	63.200	67.018	69.871	70.919	70.077	68.495
Sprem. obr. Kapitala		28.321	-8.976	-1.129	-986	-415	621	316
Čisti dobiček	65.303	72.661	75.502	80.113	85.199	90.112	95.621	98.450
FCF-F	67.269	35.374	79.811	72.595	77.014	83.435	92.288	99.960
Sedanja vrednost FCF-F			73.555	61.661	60.287	60.194	61.362	61.254
EBITDA marža	3,5%	3,7%	3,6%	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%
EBIT marža	2,4%	2,6%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%
Neto profitna marža	1,7%	1,9%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%
Investicije	1,5%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%

Vir: podatki družbe, lastne napovedi, v mio EUR

Zaključek

Na podlagi primerjalne analize in analize prihodnjih denarnih tokov postavljamo ciljno ceno za delnico Petrola pri 420 evrih s priporočilom povečaj.

Glavna prednost Petrola je visoka stabilnost poslovanja in vzdržen trend rasti dividend. Glavno tveganje za delničarje predstavlja negotovost v povezavi s trenutnimi lastniškimi spremembami in dejstvo, da je na voljo večja količina delnic institucionalnih vlagateljev. Glavno priložnost predstavlja morebitna popolna sprostitvev cen goriv, ki bi vodila v dvig marž in izpolnitev ambicioznega načrta že leta 2020.



Vir: podatki družbe, lastne napovedi, prihodki mio EUR

FCF analiza

Vrednost podjetja	1.299.681
Dolg	410.531
Vrednost kapitala	889.150
Število delnic	2.062
Vrednost delnice (€)	431,3

Predpostavke dolgoročne vrednosti

Dolgoročna rast	1,0%
EBITDA marža	4,20%
EBIT marža	2,80%
Beta	1,40
WACC	8,5%

Ocena vrednosti

FCF analiza	431,3
Relativna primerjava	394,0
Ciljna cena	420,1

Vir: lastni izračuni

Analiza občutljivosti FCF-F analize

WACC	Dolgoročna rast				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
7,5%	454,5	491,4	534,0	583,7	642,5
8,0%	411,1	442,8	478,9	520,7	569,4
8,5%	372,9	400,3	431,3	466,8	507,7
9,0%	339,0	362,8	389,7	420,1	454,9
9,5%	308,7	329,6	353,0	379,3	409,1

EBITDA marža	Dolgoročna rast				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
4,0%	346,7	372,2	401,0	434,0	472,1
4,1%	359,8	386,2	416,2	450,4	489,9
4,2%	372,9	400,3	431,3	466,8	507,7
4,3%	386,0	414,3	446,4	483,1	525,5
4,4%	399,1	428,4	461,5	499,5	543,3

EBITDA marža	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
4,0%	497,1	445,6	401,0	362,1	327,7
4,1%	515,6	462,3	416,2	375,9	340,4
4,2%	534,0	478,9	431,3	389,7	353,0
4,3%	552,5	495,6	446,4	403,5	365,6
4,4%	570,9	512,3	461,5	417,3	378,3

Vir: lastni izračuni

Omejitev odgovornosti:

To sporočilo je naložbeno priporočilo po 212. členu zakona o trgu finančnih instrumentov, katerega vsebina je priporočilo ali predlaganje naložbene strategije glede enega ali več finančnih instrumentov enega ali več izdajateljev, vključno z mnenjem o sedanji ali prihodnji vrednosti ali ceni teh finančnih instrumentov. Izdaja ga GBD BPD d.d., Koroška cesta 5, 4000 Kranj z matično številko 5943086 (v nadaljevanju: GBD BPD d.d.). Nadzorni organ GBD BPD je Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, 1000 Ljubljana. Naložbena priporočila za GBD BPD d.d. pripravljajo njeni zaposleni. To konkretno naložbeno priporočilo je za GBD BPD d.d. pripravil Domen Granda, finančni analitik. GBD BPD d.d. za določene stranke individualnega upravljanja opravlja transakcije z delnicami Petrol. Avtor dokumenta Domen Granda, finančni analitik ni imetnik delnic Petrola, je pa v zadnjem mesecu postal lastnik 53lotov Urban Belič, izvršni direktor GBD BPD d.d.. Med GBD BPD d.d. ter finančnim instrumentom (na katerega se nanaša to naložbeno priporočilo) ne obstaja nobeno nerazkrito nasprotje interesov. To priporočilo je namenjeno širšemu krogu oseb in ne upošteva izkušenj, finančnih možnosti in namenov posamezne osebe v zvezi z naložbami v vrednostne papirje, ki bi lahko, ob nespremenjenih ostalih okoliščinah, bistveno vplivali na vsebino priporočila. Seznanitev z vsemi oblikami tveganja pri naložbah v vrednostne papirje je pogoj za oblikovanje ustrezne investicijske odločitve. Stranka naj se odloči v skladu s svojim osebnim naložbenim profilom oz. profilom tveganja, pri čemer naj se glede konkretnih naložb predhodno posvetuje z borznim posrednikom. GBD BPD d.d. in osebe, ki so pripravljala prispevke za to sporočilo ne odgovarjajo za popolnost, pravilnost in ažurnost podatkov, ki smo jih pridobili iz različnih javno dosegljivih virov, prav tako pa za analize, izračune napravljene na podlagi teh podatkov ne prevzemamo odgovornosti za rezultate ali druge posledice dejanj ali opustitev opravljenih na podlagi mnenja oz naložbenega priporočila. Viri in razkritja v povezavi z naložbenimi priporočili, splošni pogoji poslovanja in ceniki so dostopni na <http://gbd.si/Poqoji-Poslovanja.aspx?l=1&l2=50>.