

# POLSKIE KONSORCJUM WYDOBYWCZE

Maciej Janiec

## PKN Orlen: Możejki i co dalej?

Przejęcie Możejki przez Orlen może być wstępem do konsolidacji w regionie. Transakcja powinna się także przyczynić do zwiększenia bezpieczeństwa energetycznego Polski i Litwy.

W piątek 26. maja, PKN Orlen podpisał z Jukos International UK BV warunkową umowę zakupu 53,7% akcji AB Mazeikiu Nafta za 1.492 mln USD. Równocześnie Orlen ma odkupić dalsze 30,7% akcji spółki za 851,8 mln USD od litewskiego rządu. Transakcja ta wycenia litewski koncern naftowy na 2.778 mln USD, 22,7% więcej niż wynosi jego kapitalizacja giełdowa. Podpisanie umowy jest zwieńczeniem 10-miesięcznych targów, w których Orlen konkurował o zakup Możejki m.in. z brytyjsko-rosyjskim TNK-BP oraz kazachskim KazMunaiGaz. Zainteresowany przejęciem Możejki był także rosyjski koncern Rosneft.

Dzięki zakupowi litewskiej spółki, Grupa Orlen stanie się największym koncernem naftowym w Europie Środkowej pod względem mocy przerobowych (31,7 mln ton rocznie wobec 23 mln ton w OMV i 21 mln ton w MOL), liczby stacji paliwowych (2.732 wobec odpowiednio 2.451 i 834) i przychodów (17.251 mln USD wobec odpowiednio 15.580 i 12.321). Pod względem kapitalizacji (ok. 8,5 mld EUR – zakładając 63% udział w Unipetrolu i 84,4% w MN) polski koncern wciąż jednak będzie odstawał od swoich regionalnych konkurentów – austriackiego OMV (14,1 mld EUR) oraz węgierskiego MOL (9,2 mld EUR):

Łącznie na zakup litewskiej spółki Orlen zamierza przeznaczyć ok. 2,8 mld USD. Transakcja ma zostać sfinansowana z posiadanych zasobów gotówkowych (200 mln USD), istniejących linii kredytowych (800 mln USD), a także nowych linii kredytowych oraz emisji papierów dłużnych (łącznie 1,8 mld USD). Wydatek ten może nadwyrężyć sytuację finansową polskiego koncernu.

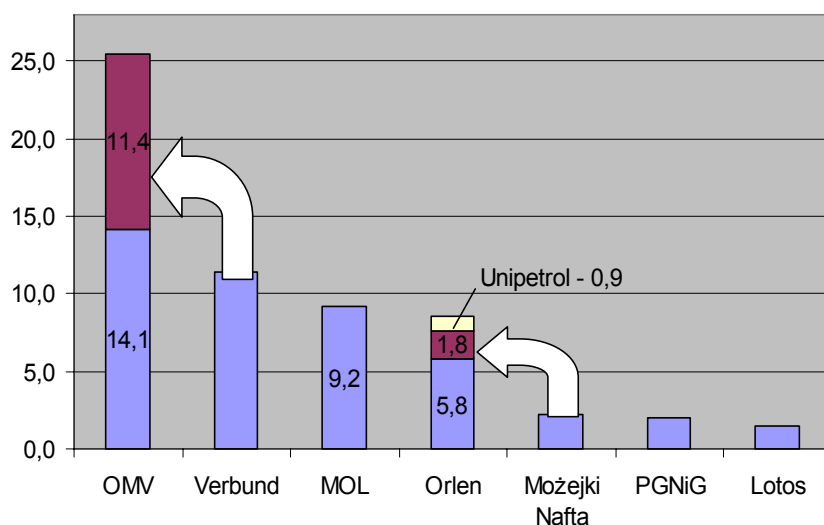
W dniu ogłoszenia zawarcia umowy, agencja ratingowa Fitch, która przygotowuje oceny długu spółki, ogłosiła umieszczenie Orlenu na liście obserwacyjnej. Obecny rating długu spółki to BBB przy negatywnych perspektywach. Ewentualne obniżenie ratingu spowodowałoby zatem, iż jej papiery dłużne znalazłyby się w kategorii „śmięciowych”, co wpłynęłoby na koszty obsługi długu i możliwość pozyskiwania dodatkowego kapitału.

Orlen nie może raczej liczyć na szybki zwrot inwestowanych pieniędzy z zysków

generowanych przez Możejki (336,1 mln USD w 2005 r., 261,1 mln USD rok wcześniej), gdyż znaczna część przyszłych zysków będzie musiała posłużyć do sfinansowania planowanego na od 720 do 950 mln USD w ciągu pięciu lat programu inwestycyjnego. W rezultacie, zakup Możejki doprowadzi do przynajmniej czasowego pogorszenia się sytuacji finansowej płockiego koncernu. W prezentacji omawiającej transakcję mówi się o możliwości okresowego wzrostu wskaźnika długu netto do EBITDA dla grupy kapitałowej powyżej 2,5. Przy założeniu zaburzeń operacyjnych w trakcie konsolidacji grupy (co częste przy przejściach), oraz możliwego dalszego pogarszania się warunków otoczenia rynkowego (ceny ropy, marże rafinerijne, dyferencjał Brent-Ural), okres słabszego standingu finansowego Orlenu może trwać nieco dłużej niż zakłada zarząd. Czy jest zatem warto podejmować to ryzyko? Wydaje się, że Orlen nie miał wyjścia.

Jak zaznacza większość analityków komentujących przejęcie litewskiego koncernu przez Orlen, transakcja ta ma strategiczne znaczenie dla płockiego koncernu. Dysponująca ok. 12 mln ton mocy przerobowych litewska rafineria znajduje się zaledwie 180 km od polskiej granicy. Przy przerobie niemal 10 mln ton rocznie, na Litwie jest zużywanych niecałe 3 mln ton paliw. Reszta trafia na eksport – na Łotwę, do Estonii i do Polski. Któryś z dysponujących własnymi źródłami ropy konkurentów Orlenu (np. koncern rosyjski lub kazachski), zyskałby dzięki przejęciu Możejki doskonałą pozycję do sprzedaży swoich pa-

Kapitalizacja [mld EUR] (2006-05-26)



Rys. 1 Porównanie kapitalizacji wybranych spółek w branży paliwowo-energetycznej z Europy Środkowej (Źródło: opracowanie własne na pdst. danych giełdowych)



ropy mogłaby jednak pomóc w pozyskiwaniu ciekawych projektów.

Połączone grupy Orlen (włączając w to Możejki i Unipetrol) i Lotos, miałyby kapitalizację zbliżoną do 10 mld EUR, co praktycznie odpowiadałoby giełdowej wycenie węgierskiego MOL-a. Teoretycznie umożliwiałyby to fuzję polskiego i węgierskiego koncernu na równorzędnych warunkach, co rozważane jest od dawna. Gdyby do takiej fuzji w końcu doszło, mógłby powstać regionalny gigant o wycenie bliskiej 20 mld EUR, prowadzący operacje w Polsce, na Węgrzech, Litwie, w Czechach, na Słowacji i w Niemczech. Plany utworzenia regionalnego koncernu paliwowego zostałyby w końcu zrealizowane. Bez przejęcia Możejek przez Orlen i wynikającego z tej transakcji wzrostu kapitalizacji Grupy Orlen, połączenie polskiej i węgierskiej firmy byłoby znacznie trudniejsze.

Powołanie takiego podmiotu może być uzasadnione potrzebą zwiększania bezpieczeństwa energetycznego państw regionu poprzez tworzenie przeciwwagi po stronie odbiorców dla rosnącej siły koncernów rosyjskich, będących głównymi dostawcami ropy dla koncernów z państw Europy Środkowej. Koncentracja odbiorców i związana z tym koordynacja działań zakupowych zwiększałyby współzależność obu stron handlu, a także uniemożliwiała wykorzystywanie przez Rosjan strategii dziel i rządź, mającej na celu rozgrywanie odbiorców przeciwko sobie, poprzez różnicowanie warunków dostaw surowców. Kolejnym podmiotem, który był swego czasu rozważany jako partner w regionalnej konsolidacji, jest austriacki koncern OMV. Firma, w której 31,5% akcji posiada austriacki rząd, a dalszych 17,6% wehikuł inwestycyjny IPIC kontrolowany przez rząd Zjednoczonych Emiratów Arabskich jak dotychczas z kapitalizacją przekraczającą 14 mld EUR znacznie odstaje od swojego polskiego i węgierskiego odpowiednika – por. Rysunek 1.

Dodatkowo, 10. maja br. doszło do porozumienia dotyczącego fuzji OMV z największym producentem energii elektrycznej w Austrii – koncernem Verbund. Wartość połączonego koncernu OMV Verbund AG przekroczyłaby 25 mld EUR. 45% akcji należałoby do austriackiego rządu i IPIC. Jak spekulowali analitycy i media, zasadniczym celem transakcji miało być utworzenie firmy, której wrogi przejęcie przez zagraniczny podmiot, byłoby znacznie utrudnione.

Pomimo iż z powodu sprzeciwu władz regionalnych do połączenia dotychczas nie doszło, rozmowy na ten temat mogą zostać wznowione po przeprowadzeniu w Austrii wyborów parlamentarnych, planowanych na październik/listopad tego roku. Ani samodzielnie Orlen lub MOL, ani nawet oba te koncerny połączone, nie mogłyby na razie odgrywać roli równorzędnego partnera dla OMV Verbund AG. Dodatkowo, zintegrowany austriacki koncern, prowadzący działalność zarówno w obszarze paliwowym jak i elektroenergetycznym, w znacznym stopniu odbiegał

by pod względem profilu od swoich odpowiedników w Polsce i na Węgrzech.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla transakcji przejęcia AB Mazeikiu Nafta jest kwestia dostaw surowca do litewskiej rafinerii. Rafineria w Możejkach jest zaopatrywana w ropę przez odnogę rosyjskiego rurociągu „Przyjaźń”. Rurociąg ten należy do kontrolowanego przez Kreml koncernu Transnieft.

To właśnie problemy z dostawami sprawiły, iż amerykański koncern Williams International Co., który w 1999 r. nabył akcje litewskiej spółki, musiał je trzy lata później sprzedać rosyjskiemu Jukosowi. Kwestia gwarancji dostaw ropy była jedną z najważniejszych spraw poruszanych przez litewski rząd przy negocjacjach dotyczących sprzedaży spółki. Należy wnioskować, iż skoro Orlen uzyskał w końcu zgodę na transakcję, musiał przedstawić silne argumenty świadczące o możliwości realizacji dostaw, nawet w sytuacji niezadowolenia Rosjan ze sprzedaży litewskiej spółki Polakom.

Teoretycznie, biorąc pod uwagę kryteria biznesowe, Rosjanie nie powinni odcinać dostaw ropy kontrahentowi, który sam wykorzystuje niemal 26 mln ton ropy rocznie (zużycie Orłenu, Unipetrolu i Możejek; dodatkowy eksport przez terminal w Butyndze wynosi 6,12 mln ton – dane za 2005 rok), oraz jest powiązany z podmiotami, które zużywają lub przesyłają dalszych 45 mln ton ropy (Grupa Lotos, PERN). Dla porównania, łączny eksport rosyjskiej ropy wyniósł w 2005 roku 251,5 mln ton. Konsolidując spółki korzystające z rosyjskiej ropy, Orlen zwiększa zatem współzależność pomiędzy sobą oraz rosyjskim kompleksem paliwowym, co powinno przyczynić się do bezpieczeństwa dostaw. Kontrolowane przez Kreml rosyjskie koncerny naftowe niekoniecznie muszą opierać swoje decyzje wyłącznie na kryteriach biznesowych.

Z wypowiedzi wiceszefa Transnieftu, Sergeia Grigoryeva, oraz dealerów handlujących rosyjską ropą wynika, że prawdopodobieństwo wstrzymania dostaw do Możejek jest spore. Orlen miał jakoby jeszcze nie rozmawiać ani z Transnieftem ani z głównymi rosyjskimi producentami ropy, na temat zaopatrzenia litewskiej rafinerii. Trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż Orlen pozyskuje ropę dla swoich rafinerii głównie od pośredników, takich jak J&S Group oraz Petraco.

Na podstawie podpisanego 29. września 2005 r. kontraktu, od początku bieżącego roku Orlen stał się wyłącznym dostawcą ropy REBCO dla rafinerii należących do Unipetrolu. Można się spodziewać, iż podobna umowa zostanie podpisana również z Mazeikiu Nafta, po zakończeniu transakcji przejęcia spółki. Orlen będzie zatem musiał kupić więcej ropy na potrzeby powiększonej grupy i zapewne zwróci się w tej sprawie do swoich dotychczasowych partnerów, którzy mają doświadczenie zarówno w pozyskiwaniu rosyjskiej ropy, jak i rezerwowaniu przepustowości w systemie przesyłowym Transnieftu. Do-

---

datkową zachętą dla traderów może być możliwość zwiększenia eksportu rosyjskiej ropy do Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych, poprzez terminal w Butyndze. Nieco paradoksalnie, biorąc pod uwagę niektóre opinie o nich, wspomniani pośrednicy mogą zatem odegrać bardzo istotną rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa dostaw na Litwę. Trudno sobie wyobrazić, by Orlen nie przedyskutował z nimi możliwości dostarczenia ropy do Możejek i aby przedstawione przez niego litewskiemu rządowi warianty zaopatrzenia nie zawierały elementów współpracy z J&S Group i/lub Petraco albo innymi pośrednikami.

Ostatnie słowo będzie jednak należało do rosyjskiego rządu. Kontrolowany przez Kreml Transneft może odmówić przesyłania ropy na Litwę lub je poważnie utrudniać wszystkim starającym się o to podmiotom, także pośrednikom. Pytanie, czy konflikt z unijnym koncernem, jakim niewątpliwie staje się Orlen, oraz związane z tym kolejne naruszenie wizerunku wiarygodnego dostawcy surowców, tym razem w przypadku ropy, jest ceną, którą Rosjanie byliby gotowi zapłacić za próbę siłowego zatrzymania transakcji sprzedaży litewskiego koncernu, która przy obecnych uwarunkowaniach byłaby praktycznie skazana na porażkę? Nie ma bowiem wątpliwości, że Orlen mógłby w takim wypadku rozpętać potężną negatywną kampanię medialną w Europie Zachodniej, a równocześnie uruchomić awaryjne dostawy przez Butyngę (do Możejek mogłaby nawet wciąż płynąć rosyjska ropa, ale odbywałoby się to okężną drogą za pośrednictwem gdańskiego Naftoportu), które przynajmniej częściowo podtrzymałyby funkcjonowanie litewskiej rafinerii (ok. 86% wykorzystania z 2005 r.; 67% nominalnych zdolności przerobowych). Kolejne nawoływania o potrzebę dywersyfikacji dostaw surowców energetycznych do Unii, mogłyby mieć negatywny wpływ dla innych rosyjskich projektów realizowanych w Europie, a także długoterminowych perspektyw dla sprzedaży rosyjskich surowców do Unii.

O ile blokowanie dostaw ropy na Litwę może być zatem dla rosyjskich koncernów naftowych niezręczne, rosyjski monopolista gazowy Gazprom może znacznie łatwiej uzasadnić podnoszenie cen swojego paliwa sprzedawanego na Litwę. Już na początku maja br. Gazprom zapowiedział podwyżkę ze 105 do 135 USD<sup>4</sup> za 1000 m<sup>3</sup>

4 wspomina się również o poziomie nawet 160 USD

gazu od 1 lipca 2006 r. Jest to wciąż znacznie mniej niż ok. 250-280 USD, jakie za rosyjski gaz płać firmy z Europy Zachodniej. Po „utracie” Możejek, Rosjanie będą mieli mniej zachęt do utrzymywania niższych cen gazu w państwach bałtyckich. Wyjaśnianie kolejnych podwyżek przywracaniem warunków rynkowych byłoby przy tym znacznie łatwiejsze niż blokowanie dostaw ropy do litewskiej rafinerii. Skala i szybkość dalszych podwyżek gazu może zależeć od zainteresowania Rosjan korzystnymi warunkami tranzytu ropy przez litewskie terytorium i jej eksportu na zachodnie rynki przez terminal w Butyndze.

Omawiając aspekty bezpieczeństwa związane z transakcją, warto wspomnieć o zapisie w proponowanej umowie spółki pomiędzy litewskim rządem i Orlenem. Na jego podstawie, litewski rząd ma prawo odkupić od polskiego koncernu akcje Mazeikiu Nafta, w przypadku gdy ponad 50% akcji Orlenu znajdzie się pod kontrolą podmiotu uznanego za zagrażający bezpieczeństwu narodowemu Litwy. W ten sposób doszło de facto do powiązania narodowych interesów Polski i Litwy w zakresie bezpieczeństwa energetycznego. W przypadku próby wrogiego przejęcia rozszerzonej Grupy Orlen, nabywca będzie się musiał liczyć z możliwością dekompozycji grupy. Można się spodziewać, iż w przypadku kolejnej transakcji konsolidacyjnej (np. przejęcia Lotosu albo fuzji z MOL-em) zastosowany zostanie podobny mechanizm zabezpieczający, pozostawiający w gestii polityków prawo decydowania o strukturze koncernu, bez względu na udział państwa w kapitale spółki.

Pomimo iż przejęcie AB Mazeikiu Nafta przez Orlen tymczasowo pogorszy standing finansowy płockiego koncernu, transakcja ma dla firmy strategiczne znaczenie. Po pierwsze, pozwoli zabezpieczyć rodzimy rynek przed konkurencją. Po drugie, powinna ułatwić rozmowy na temat przejęcia krajowego rywala – Grupy Lotos. Po trzecie, może być wstępem do dalszej regionalnej konsolidacji, czyli planowanej od lat fuzji Orlenu z węgierskim MOL-em. Po czwarte wreszcie, połączenie sił Orlenu i Mazeikiu Nafta przyczynia się do zwiększenia bezpieczeństwa energetycznego Polski, Litwy i całego regionu Europy Środkowej. Największą niewiadomą wciąż pozostaje kwestia bezpośredniego dostępu tworzonego koncernu do złóż ropy.



**Maciej Janiec** – niezależny analityk branży energetycznej. Kontakt: [mjaniec@reakkt.com](mailto:mjaniec@reakkt.com).