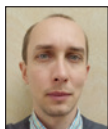


Námořní doprava LNG očima investora

LNG Sea Transport by the Investor's Eyes



Tomáš Novotný
UP forum s.r.o.

Ačkoli doprava zkapalněného zemního plynu začala již rokem 1959, na akciových trzích se tyto společnosti objevily ve větší míře až mezi lety 2011 a 2014. Příčinou je kromě rozvoje odvětví i otevírání nových plynových polí a celkové rozšiřování odvětví, např. nárůst maximální přepravní kapacity lodí ze 120–150 000 m³ na 210–266 000 m³ (třída Qatar-Max). Zatímco vstupem korejských a čínských loděnic došlo k poklesu výrobní ceny lodních tankerů, cena pozemních zkapalňovacích a zplynovacích jednotek vzrostla. Příčinou bylo nejen zdražení materiálů, ale i nedostatek technicky vzdělaných dělníků.

Investiční příležitost

Námořní doprava LNG je rostoucím odvětvím, které právě zahajuje novou technologickou etapu. Řada společností poskytuje dlouhodobě dividendové výnosy kolem 9%. Rizikem je mj. rostoucí počet lodí a kolísání kurzu akcií.

Organizace trhu

Systém přepravy LNG je podobný automobilové nákladní dopravě, přičemž lodní společnosti fungují jako dlouhodobí přepravci mezi těžařem a zákazníkem. Řada kontraktů je uzavírána na 5–10leté období s možnou opcí a sankcemi za vypovězení kontraktu. V důsledku vzrůstajícího počtu lodí, vývoje cen plynu a dalších faktorů roste počet krátkodobějších kontraktů.

Celková velikost obchodu s LNG byla loni 285 milionů tun. Největšími exportéry jsou společnosti z Kataru (29,9 %), Austrálie (17,2 %), Malajsie (9,7 %), Nigérie (7,2 %) a Indonésie (6,4 %). USA letos zprovoznily první terminál v Mexickém zálivu a odeslaly první tankery zámořským zákazníkům. Rusko se na trhu LNG podílí 4,2%. Největšími importéry jsou Japonsko (32,3 %), Jižní Korea (13,1 %), Čína (10,4%) a Indie (7,4%) (data IHS Markit, IGU). Zatímco v Evropě slouží námořní doprava plynu převážně jako diverzifikace k potrubní dopravě, pro Asii je životně důležitá. S tím souvisejí i vyšší ceny a tím i atraktivita pro těžaře a přepravce.

Lodní doprava

S přepravou LNG je spojeno celkem 467 lodí, v příštích letech bude dle Lloyd's dodáno dalších 121 tankerů. I když byl loňský přírůstek 29 lodí pokryt rostoucí výrobou LNG, je zřejmé, že lodí je a bude na trhu nadbytek. Pro představu o velikosti trhu lze uvést, že obecně každá

1 MPTA (milion tun/rok) zkapalňovací kapacity terminálu vyžaduje pro přepravu jeden tanker.

S nadbytkem kapacity souvisí vývoj ceny pronájmu lodí. V roce 2012 byla denní cena pronájmu tankeru průměrně 130 000 \$, minima dosáhla v roce 2016, kdy činila 34 000 \$. Letos jsou ceny mírně vyšší. Záleží ovšem i na typu lodí a specializaci. U lodí schopných pohybu v arktických oblastech se denní pronájem pohybuje kolem 66 tis. USD oproti 81 tis. USD v minulém roce. Pokles je tedy přítomen i zde. Přesto jde stále o částky, za které jsou společnosti schopny dosahovat zisku.

Trendy

S houstnutím lodní přepravy a růstem nákladů na nová přístavní zkapalňovací/zplynovací zařízení hledaly lodní společnosti příležitost pro rozvoj svého podnikání. Logicky se nabízela poptávka po snížení nákladů na přístavní zařízení jejich instalací na lodě a následný pronájem těžebním společnostem a koncovým zákazníkům. První plovoucí skladovací a zplynovací jednotka (FSRU) spatřila světlo světa v roce 2001 a dodnes jejich počet vzrostl na 23. Těžištěm jejich umístění je jižní Asie a Jižní Amerika, plánováno je dalších 29 nových, opět většinou v těchto lokalitách. Není proto překvapivé, že stavba FSRU je trendem a pro některé původně čistě přepravní společnosti pomalu i hlavním oborem činnosti.

Nově postavená FSRU vyjde dle webu seekingalpha.com zhruba na 250 milionů USD, v případě přestavby starého LNG tankeru jsou náklady ještě nižší. Náklady na pozemní zařízení dosahují dle lokality 400 až 1 000 milionů USD. Loď je přitom stále schopna pohybu a lze ji v případě potřeby přesunout k novému zákazníkovi. Celosvětová kapacita FSRU činí 83 MTPA, přičemž loni byly spuštěny kapacity v Abú Zabí (3,8 MTPA) a Turecku (5,3 MTPA).

Tab. 1: Čtvrtletní výše dividend

	IIQ 2017	IQ 2017	IVQ 2016	IIIQ 2016	IIQ 2016	IQ 2016	IVQ 2015	IIIQ 2015	IIQ 2015	IQ 2015	IVQ 2014	IIIQ 2014	IIQ 2014	IQ 2014	IVQ 2013	IIIQ 2013
DLNG	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,39	0,37	0,37	0,18		
GMLP	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,56	0,55	0,55	0,52	0,52	0,52
RDS.A	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,90	0,90
HMLP	0,43	0,43	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,34	0,34	0,34	0,34	0,18				
TGP	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,70	0,70	0,70	0,69	0,69	0,69	0,69	0,68	0,68
GLNG	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
GLOP	0,51	0,50	0,49	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,44	0,44	0,43	0,38	0,21			

Zdroj: DividendChannel

Tab. 2: Roční dividendový výnos v %

	IIQ 2017	IIQ 2016	IQ 2015	IIIQ 2014
DLNG	12,3	12,2	10,3	8,2
GMLP	10,69	12,4	11,0	8,8
RDS.A	6,65	6,8	7,2	6,1
HMLP	9,33	9,4	7,1	3,8
TGP	3,31	4,9	8,4	7,6
GLNG	0,97	1,2	5,7	3,1
GLOP	9,11	9,7	8,6	6,1

Zdroj: DividendChannel, Google Finance

Úplnou novinkou a revolucí v odvětví jsou plovoucí zkapalňovací jednotky FLNG (floating LNG)

První dokončenou jednotkou je Prelude, kolos s délkou 488 m, šířkou 74 m a výškou 105 m. Bude umístěna u australských polí Prelude a Concerto, nacházejících se 200 km od pobřeží. Majitelem a provozovatelem je společnost Royal Dutch Shell, její stavba trvala od roku 2012. Ještě větší revoluci přináší Hilli Episeyo společnosti Golar LNG. Podařilo se jim zopakovat prvenství s FSRU a doslova natěsnat potřebné technologie nikoliv na nově zbudovanou loď, ale na 294 metrů dlouhý LNG tanker vyrobený roku 1975. Dosáhli takového snížení nákladů na zkapalňování plynu, že dramaticky mění ekonomiku celého cyklu. Náklady na Prelude se vyšplhaly na 3 miliardy USD, přestavba Hilli Episeyo stála 684 milionů USD. Cena pořízení přirozeně není vše, roční kapacita Prelude je 3,6 MTPA, u Hilli je 2,4 MTPA. Přesto jde o kapacitu, která je konkurenční mnohemu pozemnímu terminálu – náklady společnosti Chevron na terminál Kitimat s kapacitou 5 + 5 MTPA se včetně navazující infrastruktury šplhají na 27 miliard USD (data seekingalpha.com).

Pronájem plovoucích terminálů umožní i za současné nízké ceny plynu těžbu na polích, kde pozemní terminál nedává smysl. Prvním zákazníkem je Kamerun, který Hilli Episeyo od tohoto měsíce využije na poli Kribi. Délka kontraktu je osm let.

Ve výstavbě jsou další dvě sesterské lodě, z nichž první je určena pro tendr v rovníkové Guiney. K lednu 2017 byly dle IGU ohlášeny záměry na celkem 24 FLNG s kapacitou 156 MTPA. Nové FLNG si nechávají stavět společnosti Petronas, Exmar, Eni a několik dalších společností.

Investiční pohled

K investičnímu pohledu můžeme použít různá hlediska včetně technické nebo fundamentální analýzy. Technická analýza se zabývá grafickým znázorněním ceny a objemu obchodů, fundamentální různými čísly jako zisk před zdaněním, poměr ceny k hodnotě společnosti apod. K základnímu fundamentálnímu pohledu na jednotlivé společnosti lze použít např. bezplatný web finviz.com. V našem případě si pro získání základního přehledu o společnostech vystačíme s dividendou a zaměřením společnosti.

Nejpřístupnější a nejvyspělejší akciový trh světa se nalézá v USA, proto jsou zvoleny společnosti zde kotované. Specifikem amerického trhu je čtvrtletní výplata dividend, jejíž výše je vyhlášována dle hospodářských výsledků za dané čtvrtletí. Můžeme tedy až čtyřikrát do roka obdržet poměrnou část zisku společnosti. Dalším specifkem, na které nejsme z ČR zvyklí, je kapitálová a příjmová organizační optimalizace společností. Řada níže uvedených společností je limitovaným partnerstvím (mají LP v názvu) využívajícím pro management a další činnosti mateřské společnosti. Do majetku partnerství se přesouvají lodě mající zajištěný pronájem. Pokud platnost kontraktu vyprší, převádí se zpět do mateřské společnosti. Důvody jsou hlavně daňové a kapitálové – partnerství umožňuje snadné a opakované spolufinancování emisí akcií, resp. podílů. Všechny společnosti a partnerství kotované na burze samozřejmě podléhají dohledu americké komise pro cenné papíry (SEC).

V **tab. 1** jsou uvedeny čtvrtletní dividendy vybraných společností – všimněte si, že společnosti se snaží držet pravidelnou výši dividendy. Pokud dojde k výrazné změně (viz zvýrazněná místa v tabulce), došlo k zásadním změnám na trhu nebo v hospodaření společnosti. Pokles dividend můžeme celkem snadno sledovat na vývoji cen akcií, které odrážejí celkovou náladu v odvětví. Jak je vidět na přiloženém grafu vývoje cen, po boomu v roce 2014 následoval pokles, který vrcholil na přelomu let 2015/2016. Pro porovnání jsou v tabulce uvedeny roční procentní výnosy za poslední čtyři roky.

Dynagas LNG Partners LP (DLNG) – na burzu bylo partnerství uvedeno na konci roku 2013, vlastníkem mateřské společnosti Dynagas je řecký miliardář George Prokopiou. Specifickým rysem floty je schopnost operovat



Obr. 1: Graf cen (zdroj: Google Finance)

v chladných vodách – všechny tankery mají klasifikaci 1A FS/Arc5 a kapacitu 172 tis. m³. V současné době provozuje 6 tankerů o velikosti 149–155 000 m³, pět dalších s ještě vyšší klasifikací Arc7 je objednáno – jedná se o stejná plavidla pro projekt Jamal jako ruský Christophe de Margerie, který letos bez pomoci ledoborce proplul severní cestou Norsko – Rusko – Japonské moře a který přebírá od jejich původního objednavatele Sovcomflot. Cestu pro transport LNG otevřel již roku 2012 tanker této společnosti jménem Ob River.

Nejstarší loď byla vyrobená v roce 2007, a jedná se tedy o jednu z nejmladších flot s vysokou spolehlivostí a nízkými náklady na provoz i údržbu. Neprovozuje žádné FSRU ani FLNG. Největším nájemcem je společnost Gazprom.

Golar LNG Partners LP (GMLP) – na burzu uvedeno v první polovině roku 2011. Specifickým zaměřením jsou oba koncové terminály FSRU a FLNG, který doplňuje flota LNG tankerů. Jak je výše uvedeno, mateřská společnost je držitelem primátu pro přestavbu tankeru na FSRU (2008) i FLNG (2017). Celkem vlastní 6 FSRU, 1 FLNG (2 ve výstavbě) a 4 LNG tankery s kapacitou 111–145 000 m³, z nichž dva jsou momentálně bez nájemce. Společně s China LNG Shipping bude vlastnit 6 arktických tankerů pro projekt Jamal.

Royal Dutch Shell (RDS.A) – známá společnost zaměřená na působení v celé škále ropného a plynařského průmyslu se lodní dopravě energetických surovin věnuje již od svého založení. Provozuje 40 LNG tankerů včetně třídy Q-Max a 10 ropných tankerů. Pýchou a významným krokem do budoucna je zbrusu nová monstrózní FLNG Prelude.

Höegh LNG Partners LP (HMLP) – jedná se o menšího dopravce, na burzu uveden ve druhé polovině roku 2014. Specialista na FSRU, celkem jich provozuje pět, z nichž dvě úplně vlastní. Ve zbylých drží podíly 50 a 75%. Zajímavá je shodná délka kontraktů na 20 let s pětiletými opcemi. Jedinou výjimkou je pětiletý kontrakt s Egyptem uzavřený před dvěma lety. Jedna FSRU pracuje v Litvě.

Teekay LNG Partners LP (TGP) – významný dopravce LNG a LPG je součástí holdingu založeného v roce 1973. Holding pokrývá všechny námořní potřeby ropného

průmyslu. TGP je specializována pouze na přepravu – provozuje 32 LNG tankerů, 26 LPG tankerů, 4 ropné tankery a jeden tanker na jiné produkty. Objednáno má dalších 18 LNG tankerů a 3 tankery pro LPG.

Golar LNG Limited (GLNG) – pro ukázkou uvedená mateřská společnost GMLP. Zajišťuje management pronajatých lodí a stará se o ty, které kontrakt nemají. V současné době jde o 10 LNG tankerů. Kromě správy se zaměřuje na technologický vývoj a ve spolupráci se společnostmi Schlumberger (joint-venture OneLNG) a Stonepeak (joint-venture Golar Power) na zkapalňování a zplynování zemního plynu včetně následné výroby elektřiny.

GasLog Partners LP (GLOP) – na burzu uvedeno v polovině roku 2014. V současné době provozuje 11 LNG tankerů, většinu pro Shell. V případě potřeby disponuje mateřská společnost GasLog Ltd. dalšími 11 tankery.

Závěr

Z příložených tabulek a popisu výše uvedených dopravců je zřejmé, že samotná přeprava LNG bez nějaké další specializace je sice zisková, ale s klesající marží. Rozšíření působnosti na FSRU a FLNG může otevřít nové možnosti pro rozvoj celého LNG segmentu včetně dopravy.

Budoucnost odvětví bude ovlivněna i politickými rozhodnutími a geopolitickým děním např. v Perském zálivu, Jihočínském moři nebo úspěšností nově otevřené severní cesty Norsko – Rusko – Japonské moře pro přepravu LNG, kterou má do roku 2020 zajišťovat 15 lodí. To už je ale nad rámec tohoto článku.

Tomáš Novotný – o námořní přepravu surovin se začal zajímat zhruba před třemi lety v souvislosti s vývojem cen ropy. Jako investor na akciových trzích hledal kombinaci kapitálových a nadprůměrných dividendových výnosů, což samotná ropa nemohla poskytnout. Navíc si uvědomil, že dochází ke strukturální změně a závislost na ropě se snižuje. Postupem času se více zaměřil na námořní přepravu LNG, byť přepravu ropy úplně neopustil. Má vlastnické podíly v těchto zmiňovaných společnostech: GMLP, DLNG.