

Tristone Capital Ltd.
Rozpoczęcie oceny spółki przez
doradcę inwestycyjnego



Aurelian Oil & Gas* (AUL LN; 13,5 p)

Docelowo w ciągu 12 m-cy: 25, ocena: „powyżej rynku” („Outperform”)

Peter Nicol, Ph. +44 20 7355 5811 pnicol@tristonecapital.com
Toby Pierce, Ph. +44 20 7355 5812 tpierce@tristonecapital.com

		2007A (zrewidowane)	2008A (zrewidowane)	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)
Akcje (podst., mln)	232.4 CFPS	0.8	(0.5)	0.5	0.4
Akcje (w pełni rozwod., mln)	240.4 EPS (zysk na akcję)	(3.5)	(2.6)	(1.4)	(1.7)
Kapitałizacja rynkowa (mln \$)	\$50 NAV	24.7 p			
Wartość przedsiębiorstwa (mln \$)	\$26 P/NAV	0.5x			
	Wart. przeds./DACF	-5.2x	-13.5x	18.5x	32.0x
Rekomendacja	Powyżej rynku	Ropa i gaz	mln b/d	0	0
obecna cena	13,50 p	Gaz	mmcf/d	1.8	1.6
Docelowo w ciągu 12 mies.	25,0 p BOE (6:1)	mboe/d		0.3	0.3
Oczekiwany zwrot	85%			0.4	0.4

Uwaga: O ile nie określono inaczej, wszelkie wartości akcji są rozwodnione, a wielkość wydobycia podawana jest z uwzględnieniem opłat eksploatacyjnych.

*Tristone Capital jest doradcą inwestycyjnym Aurelian Oil and Gas zgodnie z Zasadą 35 AIM

Uczestnik sektora gazowego w Europie Środkowej

- **Rekomendacja „powyżej rynku” przy cenie docelowej 25 p.** Rozpoczynamy ocenę spółki Aurelian Oil & Gas, wydając rekomendację „powyżej rynku” i określając cenę docelową na 25 p w oparciu o wskaźnik Core NAV (wartość aktywów netto). Przewidujemy utworzenie znacznej wartości w ciągu nadchodzącego roku, co związane jest ze zmniejszeniem ryzyka sztandarowego projektu zagospodarowania struktury Siekierki w Polsce. Firma Aurelian wypracowała atrakcyjne portfolio obszarów w Polsce, Rumunii, Bułgarii i na Słowacji, a 29 sierpnia 2009 r. rozpocznie wiercenie otworu na strukturze, której rozmiar wynosi docelowo 200 bcf (33,75% udz. oper.).
- **Działalność skupiona w Europie Środkowej** Aurelian Oil & Gas to międzynarodowa spółka zajmująca się eksploracją i wydobyciem, której działalność koncentruje się w Europie Środkowej. Strategią Aurelian jest zastosowanie technologii, która sprawdziła się w innych regionach świata, a która ze względu na kontekst polityczny nie była dostępna w tych krajach. Siekierki – sztandarowy projekt zagospodarowania złoża – to przykład pomyślnego wykorzystania strategii firmy.
- **Core NAV: 25 p na akcję; RENAV: 50 p na akcję.** Wartość Core NAV dla zagospodarowanych aktywów w Bilca (Rumunia) i niezagospodarowanych aktywów w Siekierkach (Polska) oraz Lilieci (Rumunia) oszacowaliśmy na 25 p na akcję. Uważamy, że Core NAV to dość ostrożny sposób oceny wartości Aurelian i spodziewamy się wzrostu tej wartości w związku z redukcją ryzyka kluczowego projektu Siekierki. Aurelian posiada znaczące możliwości rozwoju w Rumunii, Polsce i Bułgarii oraz kilka koncesji, których potencjał spółka dopiero zaczyna badać.
- **Rozwój projektu Siekierki kluczowym krótkoterminowym czynnikiem napędzającym** Kluczowym czynnikiem w kreowaniu wartości w nadchodzącym roku będzie zmniejszenie ryzyka i postęp prac nad złożem gazu skupionego Siekierki (Polska; 90% udz. oper.), z którego wielkość sprzedaży została oceniona przez niezależny podmiot i przez samą spółkę odpowiednio na maksimum 190 bcf i 570 bcf (na podstawie najnowszych badań sejsmicznych i danych z odwiertów). Na podstawie badań wykonanych na odwiertach eksploracyjnych w

Rumunii oszacowano wielkość sprzedaży Aurelian na blisko 70 bcf netto. Wyników badań spodziewamy się w październiku.

Rozpoczęcie oceny spółki

Rozpoczynamy ocenę spółki Aurelian Oil and Gas rekomendacją „powyżej rynku” i określamy cenę docelową na 25 p na akcję. Aurelian jest międzynarodową spółką zajmującą się eksploracją i wydobywaniem, której działalność koncentruje się w Europie Środkowej. Spółka posiada koncesje w Polsce, Rumunii, Bułgarii i na Słowacji. Firma Aurelian jest notowana na rynku AIM Londyńskiej Giełdy Papierów Wartościowych pod symbolem „AUL”.

Najważniejszym projektem Aurelian w najbliższej przyszłości jest projekt oceny i zagospodarowania dużego, skupionego złoża gazu Siekierki w Polsce, w okolicach Poznania. Aurelian posiada obecnie 90% udziałów operacyjnych w koncesji i szacuje, że złożo może mieć rozmiar do 1 tcf. Aurelian posiada złożo Lilieci w bloku Bacau (Rumunia), sąsiadujące z polem, z którego dotychczas wydobyto 850 bcf oraz prowadzi niewielkie wydobywanie z bloku Brodina w Rumunii. 21 sierpnia 2009 r. Aurelian rozpocznie wiercenie otworu Voitinel na strukturze, której rozmiar wynosi 200 bcf (33,75% udz. oper.).

Oszacowaliśmy wartość Core NAV na 25 p na akcję na podstawie aktywów produkcyjnych Aurelian w Rumunii oraz nowo odkrytych złóż w Polsce (Siekierki) i Rumunii (Lilieci). Wartość aktywów netto z uwzględnieniem ryzyka wynosi 50 p na akcję i uwzględnia potencjał eksploracyjny w Rumunii – w tym otwór Voitinel, który zostanie nawiercony w sierpniu, w Polsce i Bułgarii, jak również możliwość wzrostu cen w Polsce. Chociaż uznajemy, że obszary eksploracji na Słowacji oraz kilka bloków w Rumunii i Polsce mogą przedstawiać sobą wartość, nie wliczamy tej wartości w naszym kryterium RENAV, gdyż nie są to obecnie złoża zidentyfikowane.

Rozpoczynamy ocenę spółki Aurelian Oil and Gas, wydając rekomendację „powyżej rynku” i określając cenę docelową na 25 p na oparciu o wskaźnik Core NAV (wartość aktywów netto Aurelian). Najważniejszym katalizatorem dla Aurelian na początku 2010 r. będzie wiercenie otworu poziomego w Siekierkach w celu potwierdzenia opłacalności komercyjnej projektu. W najbliższej przyszłości, tj. 21 sierpnia 2009 r., Aurelian rozpocznie wiercenie otworu Voitinel na strukturze, której rozmiar szacuje się na 200 bcf (33,75% udz. oper.). Uważamy, że pierwszy otwór może umożliwić dostęp do ok. 50 bcf, które wyceniamy na 0,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 3,7 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka; pozostałe 150 bcf wyceniamy 1,5 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 11,2 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Pozyskanie partnera do dzierżawy złóż lub finansowania rozwoju projektu Siekierki posłużyłoby jesienią jako dodatkowy czynnik stymulujący. Na pierwszy kwartał 2010 r. planuje się wykonanie odwiertu poziomego, z którego wpływ zostanie przetestowany przez krótki okres przed przeprowadzeniem w 2011 r. długoterminowego testu wydobywania. W 2010 r. Aurelian planuje nawiercenie ważnego złoża w Bieszczadach (300 mln baryłek, 25% udz. oper.) oraz jednego do dwóch otworów na bloku Golica w Bułgarii. Naszym zdaniem Aurelian wyróżnia dostęp do ropy naftowej z Europy Środkowej, oraz – co szczególnie ważne – gazu ziemnego, który oferuje atrakcyjne warunki podatkowe i długoterminowy wzrost cen w miarę liberalizacji rynku. Uważamy, że dzięki nowemu kierownictwu i znacznym postępom spółki w realizacji projektu Siekierki, Aurelian osiągnie w nadchodzących miesiącach bardzo dobre wyniki.

Kierownictwo i dyrektorzy

Spółkę Aurelian założył Michael Seymour, geolog z prawie czterdziestoletnim doświadczeniem w przemyśle naftowym. W 1984 roku założył prywatną firmę Teredo Oils Limited. Po odwrotnym przejęciu w 1987 r. został dyrektorem naczelnym notowanej na giełdzie spółki Teredo Petroleum plc. Z kolei ta firma w 1993 roku została przejęta przez Cairn Energy plc. Aurelian poinformował ostatnio, że pan Seymour ustąpi ze stanowiska Managing Director, chociaż pozostanie Prezesem i zachowa swoje miejsce w Zarządzie, będąc nadal zaangażowanym w relacje z ministerstwami i partnerami w krajach, w których działa Aurelian.

W 1992 roku Michael Seymour przy pomocy grupy osób z doświadczeniem w branży naftowej założył Medusa Oil Limited. Kolejne pięć lat zajęło mu zbudowanie portfela prac poszukiwawczych. W 1997 roku Medusa została przejęta przez Ramco. Seymour został dyrektorem ds. eksploracji. W 2002 roku, w związku ze zmianą strategii korporacyjnej Ramco, Michael Seymour odszedł z firmy i założył Aurelian w celu przejęcia od Ramco polskich, rumuńskich i bułgarskich aktywów. Aktywa te stanowią podstawę obecnego portfela firmy Aurelian.

Aurelian ogłosił niedawno nominację Rowena Bainbridge'a na stanowisko Chief Executive Officer z dniem 27 lipca 2009 r. Pan Bainbridge, który wejdzie również w skład Zarządu Aurelian, był poprzednio CEO spółki Ferrexpo Petroleum, prywatnej spółki sektora zasobów naturalnych z udziałami na Ukrainie. Pełnił on również funkcję wiceprezesa firmy BHP Billiton Petroleum, w której pomyślnie zagospodarował i skomercjalizował szereg projektów związanych z eksploracją i wydobywaniem ropy naftowej i gazu ziemnego. Pojawienie się pana Bainbridge'a miało również na celu nadanie tempa pracom nad projektem Siekierki w Polsce.

Frank Jackson od momentu założenia firmy Aurelian w 2002 r. pracował w niej jako non-executive director. Od kwietnia 2005 roku pełni obowiązki wykonawcze, a obecnie piastuje stanowisko Commercial Director. Posiada ponadtrzydziestoletnie doświadczenie w zakresie finansowania i zagospodarowywania projektów w sektorze zasobów naturalnych. Pracował w sektorze wydobywczym w Afryce, między innymi dla Rio Tinto i Anglo American Corporation. Od 1982 r. udzielał się w spółkach sektora zasobów naturalnych w Europie Środkowej i Wschodniej oraz pełnił funkcję prezesa Medusa Group aż do jej przejęcia przez Ramco w roku 1997.

Roy Hartley, Operations Director, jest dyplomowanym inżynierem naftowym z ponadtrzydziestoletnim doświadczeniem w przemyśle naftowym. Przez trzynaście lat pracował w firmie Shell, głównie w działach operacyjnym oraz badawczo-rozwojowym, a następnie jako konsultant specjalizujący się w ocenie zasobów, na zaawansowanych etapach prac rozwojowych na polach naftowych oraz brał udział w zadaniach związanych z technologią wydobywania. Pan Hartley rozpoczął pracę w Aurelian w maju 2006 r. jako non-executive director, a listopadzie 2006 r. objął funkcję pełnoetatowego Operations Director.

Aurelian posiada również zespół doświadczonych menedżerów w każdym z krajów, w których prowadzi działalność. Anna Srokowska-Okońska jest Country Managerem na Polskę. Pracuje w Aurelian od 2003 r., jest geologiem i ekologiem. Przed objęciem stanowiska w Aurelian pracowała z Michałem Seymourem

jako polski przedstawiciel w jego różnych wcześniejszych spółkach. Vladimir Rosca jest Country Managerem na Rumunię. Pracuje w Aurelian od 2002 r. Jest inżynierem geofizykiem z ponadtrzydziestoletnim doświadczeniem w branży zasobów naturalnych. Przed zatrudnieniem w Aurelian pracował dla spółki Ramco. Stanislav Benada, Country Manager na Słowację, jest geologiem naftowym z ponaddwudziestopięcioletnim doświadczeniem w branży, głównie na terytorium Czech i Słowacji. Pracuje dla Aurelian od stycznia 2006 r. Evgeny Georgiev jest Country Managerem na Bułgarię i jest związany z Aurelian od 2002 r. Z wykształcenia inżynier chemik, od 14 lat pracuje w sektorze zasobów naturalnych w Bułgarii.

Zarządowi przewodniczy David Prior, poprzednio członek brytyjskiego Parlamentu oraz adwokat posiadający duże doświadczenie w bankowości inwestycyjnej. W skład Zarządu wchodzi również przedstawiciele Lorda Sainsbury i Kulczyk Investments oraz udziałowiec założyciel Aurelian Miles Donnelly (Ilustracja 1). Dyrektorzy i kierownictwo posiadają ok. 10,6% akcji spółki pozostających w obrocie.

Ilustracja 1: Zarząd oraz kierownictwo Aurelian

Dyrektorzy Aurelian Oil & Gas

Imię, nazwisko		Główna funkcja
David Prior	Przewodniczący	Były brytyjski parlamentarzysta, adwokat
Miles Donnelly	Non-executive Director	Właściciel, Confessa Properties
Dariusz Mioduski	Non-executive Director	CEO, Kulczyk Investments
Paul Hilton	Non-executive Director	Partner, Hawkwood Asset Managers
John Lippitt	Non-executive Director	Były Zastępca Sekretarza, Wydział Przemysłowy
Malcolm Pattison	Non-executive Director	Geofizyk, konsultant
Michael Seymour	Executive Director	Prezes, Aurelian
Rowan Bainbridge	Executive Director	CEO, Aurelian
Frank Jackson	Executive Director	Commercial Director, Aurelian
Roy Hartley	Executive Director	Operations Director, Aurelian

Dyrektorzy etatowi Aurelian Oil & Gas

Imię, nazwisko	Funkcja w Aurelian Oil & Gas
Michael Seymour	Prezes
Rowan Bainbridge	Chief Executive Officer
Frank Jackson	Commercial Director
Roy Hartley	Operations Director

Źródło: Aurelian Oil & Gas

Główni akcjonariusze

Udziały w Aurelian ma kilku głównych akcjonariuszy, przy czym 5 największych posiada ponad 50% udziałów spółki. Akcjonariusze z udziałami podlegającymi ujawnieniu (w tym dyrektorzy) posiadają 75,61% udziałów po ostatnim uplasowaniu. Lord Sainsbury posiada ok. 19%, Palo Alto Investors ok. 12%, Ingalls & Snyder ok. 7,8%, a Kulczyk Investments ok. 7,7% akcji. Wykaz udziałów podlegających ujawnieniu przedstawiono poniżej.

Ilustracja 2: Udziały Aurelian podlegające ujawnieniu

Imię, nazwisko	Akcje	%
Lord Sainsbury of Preston Candover	43,960,718	18.92%
Palo Alto Global Energy Master Fund L.P.	27,777,778	11.95%
Ingalls & Snyder	18,288,500	7.84%
Kulczyk Investment House S.A.	17,897,639	7.70%
Blue Ridge Capital	12,985,437	5.59%
Integrated Core Strategies (Europe) S.a.r.l.	12,525,000	5.39%
Miles Donnelly (Director) (w tym Contessa Properties)	11,325,485	4.87%
Ospraie Management	6,539,661	4.82%
Black Rock Investment Management (UK) Ltd	8,236,133	3.54%
Michael Seymour (Director)	7,427,627	3.20%
David Prior (Director)	2,162,595	0.93%
Malcolm Pattinson (Director)	638,900	0.27%
John Lippitt (Director)	449,388	0.19%
Frank Jackson (Director)	329,220	0.14%
Paul Hilton (Director)	312,500	0.13%
Rowen Bainbridge (Director)	180,000	0.08%
Roy Hartley (Director)	121,950	0.05%
Razem		75.61

Źródło: Aurelian Oil & Gas

Historia spółki

Spółkę Aurelian założono w 2002 r. pod nazwą Falcon Oil and Gas z wykorzystaniem kapitału współpracowników Michaela Seymoura. Aby uniknąć skojarzeń z innymi firmami zajmującymi się eksploracją i wydobywaniem o tej samej nazwie, spółka zmieniła swoją nazwę na Aurelian w lutym 2006 r. i zwiększyła kapitał w emisji zamkniętej o 26 mln £. W sierpniu 2006 r. Aurelian ogłosiła swój zamiar wejścia na Alternatywny Rynek (AIM) Londyńskiej Giełdy Papierów Wartościowych, a po wejściu na giełdę zwiększyła kapitał o kolejne 30 mln \$. Na wykazie AIM figuruje pod skrótem „AUL”.

Portfel Aurelian utworzono wskutek rozdziału aktywów Ramco w roku 2002. Działalność Aurelian od 2002 r. polegała na ugruntowaniu swojej pozycji na obszarach leżących w basenie, w którym odkryto złoża ropy naftowej, zanim reszta świata ponownie skupiła uwagę na tej części Europy. Aurelian dokonała tego, zdobywając koncesję, dzierżawiąc udziały i „wchłaniając” mniejsze firmy. 10 z 15 obecnych koncesji posiadanych przez Aurelian przyznano po założeniu spółki. Strategią Aurelian jest eksploracja i zagospodarowanie obszarów z zastosowaniem nowoczesnych technologii, które ze względu na kontekst polityczny nie były dostępne w tym regionie. Ma to na celu odkrycie wcześniej niezidentyfikowanego potencjału zasobów (np. badania sejsmiczne w Bieszczadach mające na celu rozpoznanie złóż leżących na większych głębokościach) lub zwiększenie zyskowności istniejących złóż (np. odwierty poziome i wieloetapowe szczelinowanie hydrauliczne na polu Siekierki). 18 maja 2009 r. ogłoszono najnowsze finansowanie Aurelian, w ramach którego uzyskano 11,6 mln £, wliczając opłaty i prowizje, przez uplasowanie 96,8 mln akcji po cenie 12 p za każdą.

Aktywa

Aurelian uzyskał kilka dużych koncesji w Rumunii, Polsce, Bułgarii i na Słowacji. Jest również operatorem większości prowadzonych przez siebie obszarów. Mapę obszarów przedstawiono na Ilustracja 3 a nazwy, udziały operacyjne oraz rozmiar na Ilustracja 4 poniżej.

Ilustracja 3: Mapa koncesji Aurelian



Źródło: Aurelian

Ilustracja 4: Koncesje Aurelian

Koncesja	Udz. oper. AUL (%)	Obszar km2	Operator
Rumunia			
Blok Brodina EII-1	33.75%	1,476	AUL
Obszar wydobywczy Bilca	62.50%		AUL
Blok Cujejdiu EIII-3	43.00%	1,035	AUL
Blok Bacau EII-3	41.00%	1,289	AUL
Seceava EIV-1	50.00%	4,073	AUL
Polska			
Bloki Poznań Wschód	90.00%	1,734	AUL
Kaliśz	50.00%	960	AUL
Bieszczady	25.00%	3,520	PGNiG
Cybinka	35.00%	681	AUL
Torzym	35.00%	570	AUL
Karpaty Zachód			AUL
Bułgaria			
Blok Golitza B	30.00%	2,382	JKX
Blok Golitza B1	30.00%	934	JKX
Słowacja			
Medzilaborce	50.00%	729	AUL
Snina	50.00%	996	AUL
Svidnik	50.00%	756	AUL
Razem		5,797	

Źródło: Aurelian

Polska – Siekierki

Aurelian posiada kilka koncesji w Polsce, a najważniejszą z nich obecnie jest projekt oceny i zagospodarowania złoża Siekierki (90% udz. oper.) w okolicach Poznania. Pierwszych odwiertów na polu Siekierki dokonała w latach 70. firma Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo (PGNiG). W pięciu otworach wykryto gaz, ale uzyskanie wypływu okazało się niemożliwe, gdyż charakter złoża jest skupiony i wymaga szczelinowania. Technologia ta nie była jednak wtedy dostępna. Firma Aurelian wykonała otwór Trzek-1 w roku 2007 i odkryła 90-metrową kolumnę gazu. W kwietniu 2009 r., Aurelian ogłosiła, że oszacowane ilości gazu w złożu wzrosły z 364 bcf obliczonych w marcu 2008 r w Raportcie Ekspertów firmy RPS do 513 bcf na podstawie danych sejsmicznych 3D oraz wyników badań prowadzonych na otworze Trzek-1. Ilość gazu przeznaczonego na sprzedaż w złożu wynosi najprawdopodobniej 204 bcf, zakładając 40% wskaźnik wydobywania. Aurelian szacuje, że maksymalne ilości gazu w złożu wynoszą 1 061 bcf.

Ilustracja 5: Projekt zagospodarowania struktury Siekierki



Źródło: Aurelian

W otworze Trzek-1 wyszczelinowano 5-metrowy odcinek (co uznaje się za pierwsze szczelinowanie przeprowadzone w Polsce). Testy wykazały wypływ o natężeniu 5 mmcf dziennie. Następnie otwór zaklinowano, aby powstrzymać wody nagromadzone poniżej złoża i uzyskano wypływ rzędu 2,5 mmcf dziennie przez 5 dni. Zdaniem Aurelian odwiert pionowy nie byłby jednak rozwiązaniem ekonomicznym. Aurelian uważa, że złoża to znakomicie nadaje się do dalekosiężnych wierceń poziomych oraz wieloetapowego szczelinowania hydraulicznego, które po raz pierwszy zastosowano w skupionych nagromadzeniach gazu w Ameryce Północnej, a później w podobnych złożach na terenie Niemiec. Ilustracja A zawiera więcej informacji na temat skupionych złóż gazu i ich pomyslnym wykorzystaniu w Ameryce Północnej.

Względy techniczne. Chociaż technologia, której będzie używała firma Aurelian, była opracowana i stosowana wielokrotnie w Ameryce Północnej, szczególnie na złożach gazu łupkowego, Siekierki są strukturą o odmiennym charakterze. Siekierki są formacją czerwonego spągowca. W dokumencie dopuszczającym – raporcie eksperta – Scott Pickford (obecnie RPS) porównał Siekierki do pola Söhlingen w Niemczech.

Struktura Söhlingen została odkryta w 1977 r. przez operatora, firmę ExxonMobil, która w 1980 r. rozpoczęła z niego wydobywanie. W 1982 r. Mobil przeprowadził największe w tym czasie szczelinowanie w formacjach czerwonego spągowca w otworze Söhlingen Z-4 i wywiercił wielokrotnie szczelinowany otwór poziomy Z-10 w 1994 r., w którym po przeprowadzeniu badań stwierdzono wypływ gazu o natężeniu 20 000

m³ na godzinę (16,9 mmcf dziennie). Wood Mackenzie donosi, że badania na otworze Söhlingen Z-15 wykazały w 2003 r. ograniczony wypływ o natężeniu 13 mmcf dziennie i przewiduje, że na strukturze zostanie wykonanych dalsze 20 otworów. Zdaniem RPS, po przeprowadzeniu analizy IP, otwory te wykazują natężenie wypływu 16 mmcf dziennie i możliwe jest osiągnięcie wydobycia rzędu ok. 20 bcf w ciągu pierwszych pięciu lat. Złoża Söhlingen w formacjach czerwonego spągowca wykazały większą wydajność niż standardowe złoża gazu skupionego w Ameryce Północnej. To wynika częściowo z częstszego występowania naturalnych szczelin w strukturach.

Złoża w formacjach czerwonego spągowca w Siekierkach posiadają charakterystyki zbliżone do struktury Söhlingen, stanowią też podobne wyzwanie natury technicznej. Szczególnie ważny jest fakt, iż struktura Siekierki znajduje się nad ruchomym zbiornikiem wodnym. Istotne ryzyko techniczne związane z zagospodarowaniem struktury polega na tym, że w przypadku nieprawidłowego szczelinowania złoża szczelina może sięgnąć zbiornika wodnego, a przedostanie się wody może prowadzić do wystąpienia poważnych problemów.

Wykorzystanie komercyjne Koszty zagospodarowania struktury Siekierki będą znaczące dla spółki o rozmiarach Aurelian. Koszt pierwszego otworu poziomego z 7-etapowym szczelinowaniem szacuje się na ok. 20 mln €, z czego ok. 3 mln € zostanie przeznaczone na dodatkowe badania geologiczne, które prawdopodobnie nie będą konieczne przy wykonywaniu kolejnych otworów w przyszłości. W miarę postępu i optymalizacji programu zagospodarowania przewiduje się oszczędności na kosztach. Po uwzględnieniu kosztów instalacji, Aurelian szacuje łączne nakłady kapitałowe na ok. 220 mln € (najbardziej prawdopodobny przypadek). Aurelian starał się wydzierżawiać swoje udzia¹ w celu właściwego wykorzystania kapitału. W listopadzie 2008 r. Aurelian ogłosił zawarcie umowy z Canamens Energy, spółką finansowaną przez fundusz private equity, która uzyskała 40% udziałów operacyjnych w koncesji, finansując 80% kosztów udziałów Aurelian wynoszących 90% aż do maksymalnej kwoty 40 mln € nakładu kapitałowego. W maju 2009 r. Aurelian ogłosiła, że Canamens ma zamiar wycofać się z projektu po strategicznej zmianie swoich priorytetów. Firma Canamens oświadczyła, że jej Zarząd zdecydował się skierować wydatki na projekty zapewniające wydobycie w niedalekiej przyszłości, a ponieważ Aurelian nie zgodził się na odroczenie wydatków, Zarząd Canamens podjął decyzję o wycofaniu się z projektu. Canamens nie będzie domagał się spłaty pożyczki w wysokości 400 000 € od grupy Aurelian i wnieście 500 000 \$ na poczet kosztów projektu.

Po wycofaniu się Canamens, firma Aurelian wznowiła proces wydzierżawiania udziałów w projekcie Siekierki. Termin składania ofert mija w sierpniu, a Aurelian spodziewa się zawarcia umowy do października. Nie wyklucza się jednak możliwości samodzielnego sfinansowania pierwszego odwiertu poziomego w celu zweryfikowania opłacalności zagospodarowania złoża za pomocą poziomych odwiertów. Zdaniem Aurelian takie rozwiązanie oferuje korzystną proporcję między potencjalną stratą a oczekiwanym zyskiem (wskaźnik risk/reward), gdyż pomyślnie ukończony odwiert poziomy umożliwiłby sprawdzenie komercyjnej opłacalności planu zagospodarowania i zmniejszyłby ryzyko związane z projektem. Kierownictwo spółki uważa, że umożliwiłoby to uzyskanie korzystniejszych warunków dzierżawy niż w przypadku umowy z Canamens, zachowując wyższe udziały w projekcie bądź otrzymując większą ilość kapitału. Aurelian nie posiada odpowiedniego kapitału, aby samodzielnie sfinansować wiercenie otworu i musiałaby pozyskać dodatkowe środki, ponieważ projekt nie znajduje się jeszcze na etapie, na którym

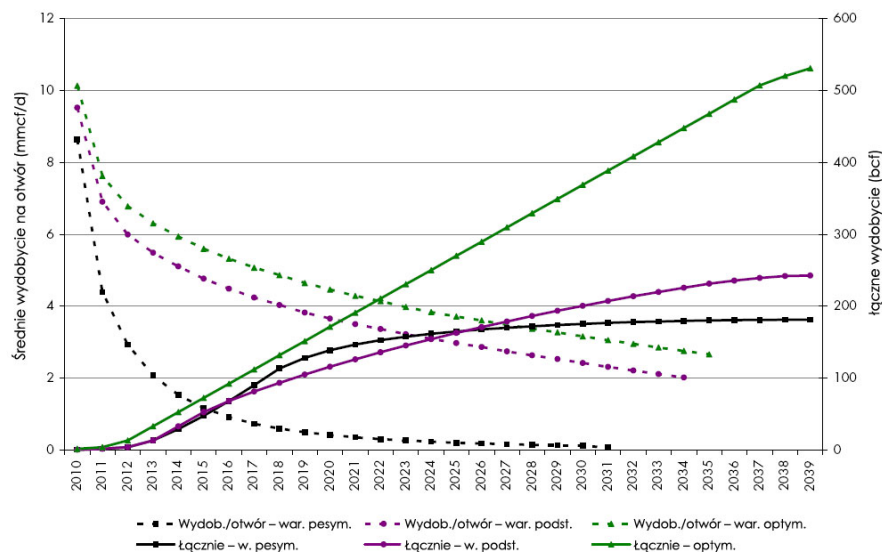
dostępne byłoby finansowanie w postaci pożyczki. Po otrzymaniu wyników z pierwszego otworu poziomego Aurelian mógłby zdecydować się na wydzierżawienie udziałów w złożu lub sprzedaż całości lub części aktywów związanych ze strukturą. Jeśli Aurelian postanowi zachować znaczną część udziałów operacyjnych w strukturze, prawdopodobne będzie uzyskanie kapitału drogą emisji akcji w celu sfinansowania pozostałych kosztów zagospodarowania.

W związku z wycofaniem się Canamens przesunięciu uległy plany oceny struktury Siekierki. Aurelian spodziewa się, że pierwszy poziomy odwiert szacunkowy zostanie przeprowadzony w styczniu 2010 r., a wykonanie go zajmie 125 dni. Następnie odwiert zostanie przetestowany przez spalanie gazu na wylocie przez okres 5 dni (maksymalny czas dopuszczony polskimi przepisami o ochronie środowiska). Aurelian planuje podłączyć otwór i przeprowadzić długoterminowy test wydobywania (6 miesięcy) oraz rozpocząć sprzedaż do sieci niskociśnieniowej w Poznaniu. Obecnie prowadzone są negocjacje w sprawie umowy sprzedaży gazu. Wyniki otrzymane z tego otworu dostarczą Aurelian istotnych danych. Jeśli efekty będą zgodne z prognozami, Aurelian będzie ubiegał się o zmianę posiadanej koncesji w koncesję eksploatacyjną (na okres 50 lat) i uruchomi program pełnego zagospodarowania. Spółka przewiduje, że przepływ środków pieniężnych projektu osiągnie wartość dodatnią do 2015 r.

Polski rynek gazu ziemnego nie jest w pełni uwolniony: jest praktycznie w całości kontrolowany przez Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo (PGNiG). Aurelian twierdzi, że może zawrzeć umowę z osobą trzecią szukającą możliwości wejścia na rynek regionu i uzyskania na nim znaczącej pozycji. Uważamy, że w najbliższej przyszłości kwestią problematyczną będzie cena. Przyjęliśmy jednolitą cenę gazu w wysokości 6,5 \$/mcf. Spodziewamy się, że z czasem wystąpią naciski, aby uwolnić rynek gazu, co prowadziłoby do zwiększenia cen. Stosunek cen gazu do ropy naftowej wzrośnie z obecnej wartości wynoszącej ok. 11:1 (6,50 \$/mcf : 70 \$ za baryłkę) do ok. 8:1, co stanowi wielkość nieznacznie niższą w stosunku do prognozowanych przez nas cen dla Morza Północnego. W naszych oszacowaniach uwzględniliśmy podatność na zwwyżkę, zakładając że możliwe jest uzyskanie ceny 8,50 \$/mcf w ciągu 5 lat – mniej więcej w momencie, w którym spodziewamy się szczytowego wydobywania ze struktury.

Aurelian oczekuje, że może wydobyć ok. 250 bcf (brutto), wykonując 8 otworów – według najbardziej prawdopodobnego scenariusza, a do ok. 550 bcf dziennie przez wywiercenie 17 otworów według scenariusza zakładającego maksymalne wydobywanie. W scenariuszu zakładającym minimalne wydobywanie Aurelian spodziewa się uzyskać ok. 70 bcf z 4 otworów. W naszym opracowaniu przyjęliśmy najbardziej prawdopodobny scenariusz jako wariant podstawowy, a scenariusz przewidujący maksymalne wydobywanie jako wariant optymistyczny. Naszym zdaniem głównym czynnikiem ryzyka dla tego projektu będzie możliwość wystąpienia w otworach bardziej stromych spadków i niższych całkowitych potencjałów (ang. *estimated ultimate recoveries*) przypadających na poszczególne otwory. Nasz wariant pesymistyczny oparliśmy na krzywej typu Głębokiego Basenu Północnoamerykańskiego, charakteryzującego się bardzo stromymi początkowymi spadkami i całkowitym potencjale wynoszącym ok. 9,4 bcf na otwór. Ilustracja 6 poniżej przedstawia zakładane wydobywanie na otwór oraz łączne wydobywanie ze struktury.

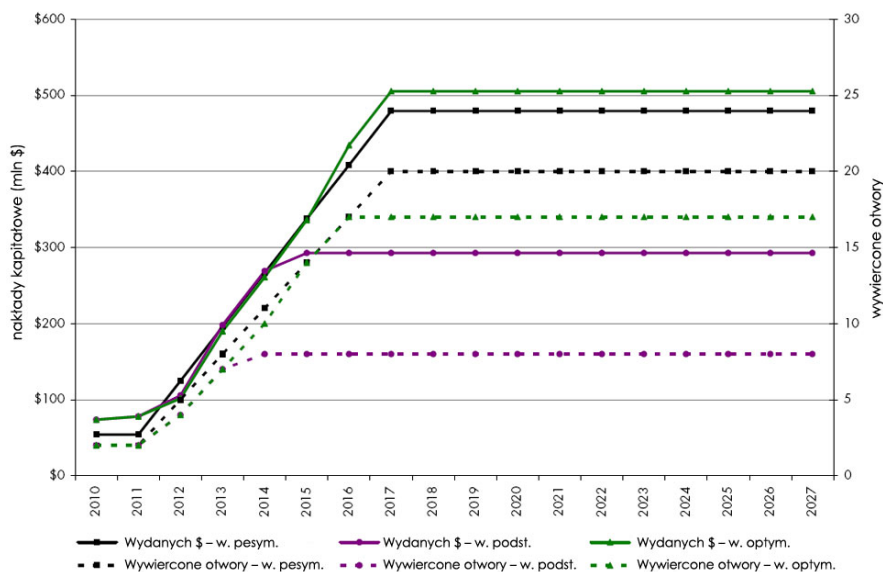
Ilustracja 6: Profile wydobywania z otworów i pola



Źródło: Tristone Capital, Aurelian

W najbardziej prawdopodobnym wariantcie Aurelian planuje przeznaczyć 217 mln € (ok. 290 mln \$) na 8 otworów i wybudować konieczne instalacje. W wariantcie optymistycznym będzie to 374 mln € (505 mln \$) przeznaczonych na wiercenie 17 otworów. Przy niższym wydobywaniu – w wariantcie pesymistycznym – szacujemy, że Aurelian będzie potrzebował 20 otworów, aby skutecznie osuszyć zbiornik, co zwiększy koszt zagospodarowania pola do 350 mln € (480 mln \$). Ilustracja 7 poniżej przedstawia nasze łączne oszacowania dotyczące wywierconych otworów oraz nakładów kapitałowych.

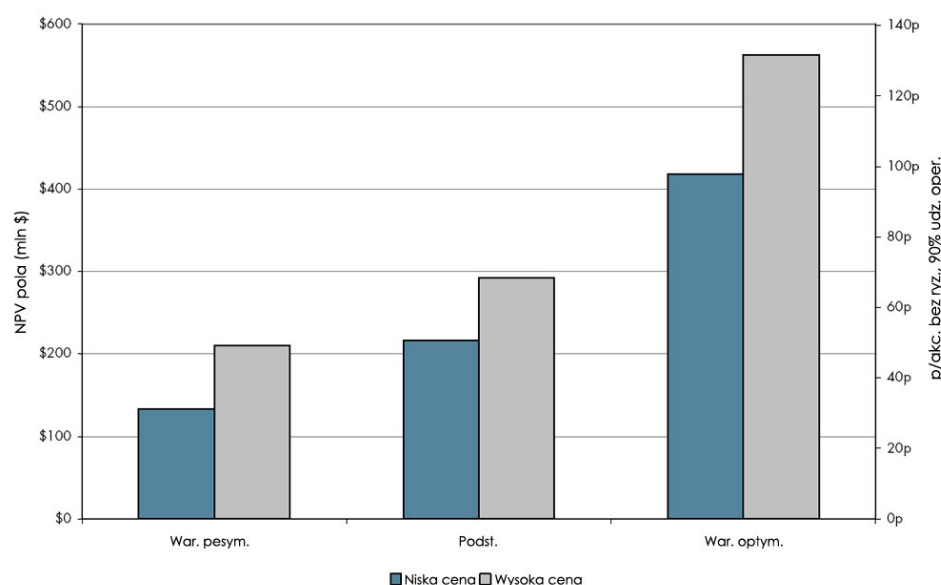
Ilustracja 7: Wywiercone otwory i nakłady kapitałowe



Źródło: Tristone Capital, Aurelian

Zakładając wariant podstawowy, według powyższych założeń możemy wyliczyć bieżącą wartość netto struktury na 216 mln \$ (brutto) bez uwzględnienia ryzyka przy jednolitej cenie 6,50 \$/mcf lub 51 p za akcję, w przypadku zachowania 90% udziałów operacyjnych i przy zastosowaniu bieżącej ilości w pełni rozwodnionych akcji znajdujących się w obiegu. W przypadku wzrostu cen do 8,50 \$ za mcf spowodowanego uwolnieniem rynków w Polsce do roku 2015, wyliczamy bieżącą wartość netto jako 292 mln \$ lub 68 p na akcję. W scenariuszu, który zakłada wyższe nakłady kapitałowe, nasza bieżąca wartość netto aktywów dla pola spada do 133 mln \$ w wariancie podstawowym oraz 209 mln \$ w przypadku scenariusza zakładającego wyższe ceny (odpowiednio 31 p na akcję i 49 p na akcję). W przypadku zwwyżki cen obliczamy wartość bieżącą aktywów pola jako 418 mln \$ w wariancie podstawowym, która może wzrosnąć do 562 mln \$) odpowiednio (98 p na akcję i 132 p na akcję).

Ilustracja 8: NPV pola



Uwaga: Bieżąca wartość netto aktywów pola wynosi 100% udziałów operacyjnych; wartość na akcję przyjmuje się jako 90% udziałów operacyjnych na podstawie w pełni rozwodnionych akcji pozostających w obiegu.

Źródło: Tristone Capital

Przy wyznaczaniu wartości Core NAV oraz RENAV zakładamy, że Aurelian zawrze umowę dzierżawy na warunkach zbliżonych do umowy z Canamens i wykorzysta 50% wydzierżawionego udziału operacyjnego w Siekierkach. Chociaż wiemy, że jest to ostrożne założenie, a Aurelian może sfinansować pierwszy otwór ze środków własnych, jeśli nie posiada obecnie kapitału koniecznego do dalszej realizacji projektu, uznajemy że obecnie jest zasadne, aby tym razem przyjąć naszą standardową metodologię zakładającą zmniejszenie udziałów poprzez wydzierżawienie. Wariant pesymistyczny i podstawowy uwzględniliśmy we wskaźniku Core NAV, a optymistyczny – w RENAV. Szanse powodzenia wariantu pesymistycznego przyjęliśmy jako 70% i przyjmujemy wartość 12,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 17,3 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Szanse powodzenia dla dodatkowej wartości z zagospodarowania według scenariusza podstawowego oceniamy na 50% i przyjmujemy przyrostową wartość wynoszącą 5,4 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 10,8 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Przyjmujemy, że wariant optymistyczny

ma jedynie 10% szans powodzenia aż do czasu otrzymania dodatkowych informacji umożliwiających określenie jego prawdopodobieństwa i oceniamy go na 26 p na akcję (wartość bez uwzględnienia ryzyka). Łącznie oceniamy wartość pola Siekierki na 17,5 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, natomiast 54,4 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. W naszym wskaźniku RENAV uwzględniamy wzrost ceny w wariancie podstawowym, którego szanse powodzenia wynoszą 30% przy wartości przyrostowej 2,7 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 17,7 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka.

Pozostałe koncesje w Polsce

Bieszczady Bieszczady to drugi co do wielkości blok Aurelian o powierzchni 3 520 km². Są one jednym z kilku bloków, w których Aurelian nie jest operatorem – rolę tę pełni PGNiG, Aurelian natomiast posiada 25% udziałów operacyjnych. Blok Bieszczady sąsiaduje z polem gazu ziemnego Przemysł, z którego wydobyto 2,5 tcf i które było w większości niezbadane aż do 2008 r. Do tego czasu przebadano jedynie 6 linii sejsmicznych. Większość rozpoznanych rezerw w tym regionie znajduje się w płytkich strefach na głębokości nieprzekraczającej 1000 m. Na podstawie nowych danych sejsmicznych partnerzy zidentyfikowali duże, głęboko leżące struktury i uważają, że są to złoża roponośne. W 2010 r. zostanie wykonany otwór, który ma zapewnić dostęp do struktur, w który może znajdować się do 300 mln baryłek surowca (z czego 75 mln baryłek netto przypadnie Aurelian). Przy braku danych o głęboko położonych strukturach jest to cel eksploracyjny o względnie wysokim ryzyku, ale w razie powodzenia okaże się niezwykle korzystny dla Aurelian. Strukturę oceniamy na 300 mln baryłek przy 5% szansie powodzenia oraz wartości na akcję 8,2 p z uwzględnieniem ryzyka, 177 p bez uwzględnienia ryzyka. Powszechnie dostępna jest bardzo niewielka ilość danych o kosztach zagospodarowania i obsługi złoża ropy naftowej na tym obszarze, co sprawia, że trudno w chwili obecnej dokładnie oszacować jego wartość. Jednak przy niskich podatkach i opłatach eksploatacyjnych oraz przy obecnych cenach, odkrycie ropy naftowej byłoby niezwykle opłacalne, nawet po uwzględnieniu wysokich kosztów operacyjnych oraz kosztów poszukiwań i zagospodarowania. Wpływ, jaki odkrycie na taką skalę mogłoby mieć na portfel Aurelian, mogą zobrazować następujące wartości: nawet przy dość ostrożnej wycenie 2 \$ za baryłkę, złoża wielkości 300 mln baryłek wniosłoby wartość ok. 40 p za akcję Aurelian bez uwzględnienia ryzyka.

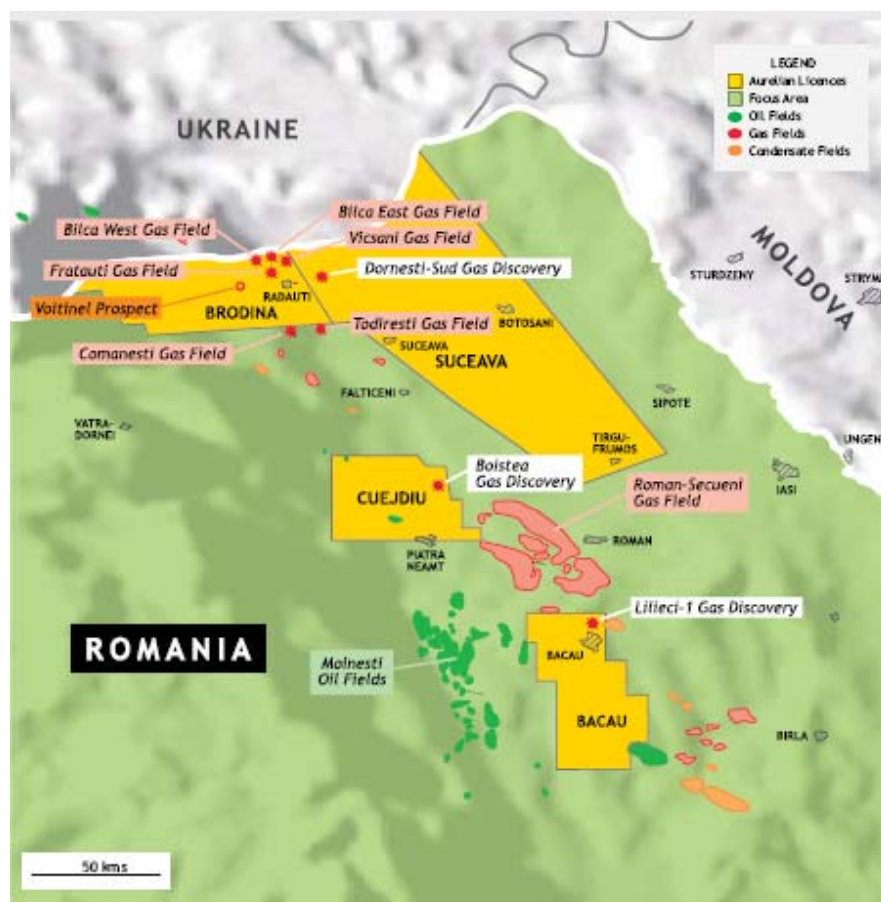
Cybinka, Torzym i Kalisz. Trzy ww. koncesje przyznano podczas postępowania przetargowego w lipcu 2007 r. Są one obecnie na wczesnym etapie eksploracji. Aurelian posiada 35% udziałów operacyjnych w koncesjach Cybinka/Torzym. Są one położone w sąsiedztwie odkrytych niedawno złóż ropy naftowej, znajdujących się na północy, oraz struktur odkrytych przez inne spółki. W 2010 r. na koncesjach tych zostaną wykonane badania sejsmiczne. Obecnie nie uwzględniamy tych trzech koncesji w naszym wskaźniku RENAV.

Karpaty. Aurelian posiada obecnie 100% udziałów w tym niedawno przyznanym bloku. W najbliższym czasie nie przewiduje się żadnych prac terenowych. Aurelian prawdopodobnie zmniejszy swoje udziały do ok. 33% poprzez wydzierżawienie. Obecnie nie uwzględniamy tej koncesji w naszym wskaźniku RENAV.

Rumunia

Aurelian posiada cztery koncesje w Rumunii i obsługuje cały swój obszar. Mapę koncesji przedstawiono na Ilustracja 9 poniżej.

Ilustracja 9: Aktywa w Rumunii



Źródło: Aurelian

Blok Brodina. Aurelian posiada 33,75% udziałów operacyjnych w bloku Brodina oraz 62,5% w Obszarze Wydobywczym Bilca. Bilca jest jedynym złożem Aurelian, z którego aktualnie prowadzi się wydobywanie. Dziennie wydobywanych jest tu ok. 3,5 mmcf brutto z płytko położonych złóż. Dało to przychód rzędu 1,85 mln € w 2008 r., umożliwiając pokrycie kosztów ogólnych i administracyjnych. Aurelian planuje wykonanie kolejnego odwiertu pod koniec 2009 r. Ze względu na płytkość odwiertów koszty ich wykonania i eksploatacji są niskie. W naszym wskaźniku Core NAV przyjęliśmy ilość rzędu 9,7 bcf po cenie 2,8 p za akcję dla tej koncesji.

Aurelian wykona odwiert rozpoznawczy w celu uzyskania dostępu do struktury złożowej ograniczonej czterema uskokami pod nazwą Voitinel-1. Wiercenie ma rozpocząć się w połowie sierpnia. Struktura znajduje się na tej samej tendencji, z której prowadzi się wydobywanie na Ukrainie. Zdaniem Aurelian może

ona zawierać do 200 bcf. Wyniki spodziewane są w październiku. Sądzymy, że powodzenie odwiertu dałoby dostęp do ok. 50 bcf, co uwzględniamy w naszym wskaźniku RENAV jako 0,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 3,7 p bez uwzględnienia ryzyka. Całość złoża o wielkości 200 bcf oceniamy jako wartość 1,6 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka i 14 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka.

Blok Bacau. Aurelian posiada 60% udziałów operacyjnych w Bacau, który sąsiaduje i znajduje się na tej samej tendencji, co Roman-Secueni, gigantyczne pole gazu ziemnego należące do Romgazu. Romgaz dokonał dzierżawy udziałów w tej koncesji i opłacił 66,67% kosztów otworu Lilięci-1 w zamian za 40% udziałów operacyjnych. Lilięci-1 przysporzył niezliczonych trudności operacyjnych, a końcowe koszty sięgnęły 9 mln € przy budżecie 5 mln €. Jego głębokość wyniosła 150 m mniej niż całkowita głębokość docelowa. Badanie czterech osobnych piasków wykazało wypływ do 4,6 mmcf. Aurelian uważa, że dalsze pokłady piasków występują bezpośrednio pod dnem odwiertu. Jeden z obszarów testowano przez pięć dni i uzyskano średni wypływ rzędu 1,6 mmcf dziennie. Zdaniem Aurelian celem badania było uzasadnienie inwestycji w długoterminowy test wydobycia, w ramach którego prowadzona będzie sprzedaż gazu i cel ten został osiągnięty. Aurelian szacuje, że za pomocą otworu Lilięci wykazano obecność 3 bcf, a wielkość ta mogłaby wynieść nawet 10–20 bcf. Możliwe jest, że Aurelian wydzierżawi nieznaczną ilość udziałów w złożu Romgazowi po przejęciu 19% udziałów od swojego poprzedniego partnera, spółki Europa Oil and Gas, która nie była w stanie spłacić 4 mln £ należności Aurelian z tytułu zachowania swoich udziałów w złożu.

Aurelian nie planuje żadnych działań na otworze Lilięci, ponieważ oczekuje na wyniki odwiertów wykonywanych w pobliżu tego bloku przez Romgaz. Rozpoczęcie wydobycia nastąpi najwcześniej na początku 2011 r. Zakładamy, że Aurelian zmniejszy swoje udziały operacyjne w złożu z 60% do 50% przez ich wydzierżawienie i przyjmujemy, że 3 bcf, które według Aurelian wykryto w otworze Lilięci, daje wartość 0,2 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 0,3 p za akcję bez uwzględnienia ryzyka, oraz dodatkowy potencjał zwykły wynoszący 0,5 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 3 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka.

Cuejdiu/Suceava. W blokach tych odkryto dwa małe złoża gazu, których Aurelian nie zamierza oceniać w najbliższej przyszłości. Blok Cuejdiu zostanie objęty zaplanowanym regionalnym programem badań sejsmicznych. Aurelian prowadzi rozmowy z operatorem zewnętrznym dotyczące opłacenia części kosztów w zamian za dostęp do danych, ponieważ spółka ta jest zainteresowana uzyskaniem pełniejszego obrazu geologii Karpat.

Słowacja

Na Słowacji Aurelian prowadzi trzy sąsiadujące ze sobą bloki, w każdym z nich posiadając 50% udziałów operacyjnych. Bloki te znajdują się w Karpatach i stykają się z polskim blokiem Bieszczady. Występują tam liczne powierzchniowe wycieki ropy naftowej. Jest to obszar złożony pod względem geologicznym. W 2008 r. przeprowadzono badanie sejsmiczne; kolejne dwa wykonano w latach 2009 i 2010. Część kosztów tych badań przypadająca Aurelian pokrywają partnerzy dzierżawiący udziały w złożach. Obecnie nie uwzględniamy Słowacji w naszym wskaźniku RENAV.

Bułgaria

Aurelian posiada udziały w blokach Golitza w Bułgarii, w których operatorem jest JKN Oil and Gas. Prace wykonane przez poprzedniego właściciela bloku, BG, który wycofał się z Bułgarii w 1998 r., wykazały dwa systemy: głęboki system mezozoiczny obejmujący większość bloku B-Golitza oraz płytszy trzeciorzędowy system gazowy rozciągający się wzdłuż brzegu Morza Czarnego. Drugi z nich to system, na którym znajduje się podmorskie pole Galata należące do Melrose Resources, z którego wydobywanie prowadzi się od 2004 r.

Prace koncentrowały się pierwotnie na głębokich warstwach mezozoicznych, a w 2007 roku wykonano otwór Golitza-1 w celu przebadania dużej struktury z obiecującymi zbiornikami jurajskimi i triasowymi. Nie odnaleziono jednak węglowodorów. Prace nad zachodnią częścią bloku zostaną prawdopodobnie zaniechane. Uwaga spółki skupia się obecnie na płytszym systemie leżącym na wybrzeżu. W latach 50. i 60. wykryto tam szereg złóż, w których badania wykazały występowanie gazu. Aurelian zawarła ostatnio umowę o dzierżawie udziałów w złożu z firmą Sorgenia uzyskując 30% udziałów operacyjnych. Oprócz udziału kapitałowego, Sorgenia opłaciła 2,4 mln \$ w celu pokrycia kosztów badania sejsmicznego 3D wykonanego pod koniec 2008 r. i wniosła dodatkowe 675 000 \$ na poczet dwóch odwiertów eksploracyjnych, które zaplanowane są na 2010 r.

Ilustracja 10: Aktywa w Bułgarii



Źródło: Aurelian

Aurelian uważa, że na obszarze tym mogą występować zasoby perspektywiczne o wielkości do ok. 350 bcf, docelowo zakładając zasoby rzędu ok. 10 bcf. Ryzyko geologiczne poszukiwań gazu jest niskie, biorąc pod uwagę, że gaz odkryto w bloku w latach 60., ale rozmiary złóż występujących w bloku oraz związana z tym opłacalność nie są znane. Dla struktury o wielkości 10 bcf wyznaczamy wartość 0,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka i 1,0 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka.

Perspektywy finansowe

Spółka Aurelian dokonała ostatnio zamkniętej emisji of 96,76 mln akcji po cenie 12 p, uzyskując ok. 11,6 mln £ bez uwzględnienia kosztów (ok. 11,1 mln £ po odliczeniu kosztów i prowizji). Salda pieniężne na dzień 15 czerwca 2009 r. wynosiły 17 mln €. Zdaniem spółki suma ta wystarczy, aby sfinansować program prac na wszystkich istniejących aktywach aż do końca 2010 r. poza projektem Siekierki. Jak wspomniano wcześniej, jeśli Aurelian przystąpi do wiercenia pierwszego poziomego otworu bez partnera dzierżawiącego udziały w złożu, konieczny będzie dodatkowy kapitał. Zostanie on prawdopodobnie pozyskanie poprzez emisję akcji.

Potencjał zwyżki

Nasz wskaźnik Core NAV, oszacowany na 25 p na akcję, uwzględnia aktywa wydobywcze w polu Bilca oraz niezagospodarowane aktywa: Siekierki i Lileci. Uważamy, że wskaźnik Core NAV stanowi dość ostrożną ocenę wartości złoża Siekierki. Jako najbardziej prawdopodobny rezultat przyjęliśmy wycenę niższą, która zakłada konieczność zainwestowania dwa razy więcej kapitału na wydobyty mcf i 25% mniejszą ilość nadających się do wydobycia zasobów niż według najlepszego obecnego oszacowania Aurelian. Dodatkowo przyjęliśmy zmniejszenie udziałów operacyjnych z 90% do 50% poprzez wydzierżawienie, aby uwzględnić warunki, które Aurelian może uzyskać przy umowie dzierżawy lub możliwość rozwodnienia wskutek finansowania przy bieżących cenach akcji. Wskaźnik Core NAV rzędu 25 p na akcję odzwierciedla zmniejszenie udziałów operacyjnych do 50% bez rozwodnienia kapitału lub do 70% w przypadku finansowania 30 mln \$ przy obecnej cenie akcji. Poziomy odwiert Aurelian planowany na początek 2010 r. będzie kluczowym wydarzeniem zmniejszającym ryzyko zagospodarowania projektu Siekierki. Nasz wskaźnik Core NAV wzrósł do 35 p na akcję w wariantcie podstawowym w przypadku zerowego ryzyka związanego z projektem Siekierki.

Wskaźnik Core NAV uwzględnia ponadto 0,2 p na akcję ze złoża Lileci oraz 2,8 p na akcję z aktywów wydobywczych Bilca.

W naszym wskaźniku RENAV, uwzględniamy wartość przyrostową 26 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka w wariantcie optymistycznym dla projektu Siekierki (530 bcf nadających się do wydobycia przy nakładach kapitałowych ok. 380 mln € (520 mln \$)). Uwzględniamy również dodatkowe 2,7 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 17,7 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka w przypadku wzrostu cen gazu w Polsce, obrazowanego zmianą stosunku gaz:ropa od ok. 11:1 do 8:1 (wariant podstawowy zagospodarowania złoża Siekierki).

W sierpniu Aurelian wraz z partnerami rozpocznie wiercenie otworu na złożu Voitinell o wielkości 200 bcf w Rumunii (33,75% udziałów operacyjnych). Przedsięwzięcie to oceniamy na 0,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 3,7 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka – w przypadku pierwszego otworu. Wyniki spodziewane są w październiku. W 2010 r Aurelian wykona odwiert na polskim złożu Bieszczady, które dla spółki może okazać się przełomowym odkryciem, mogąym zawierać do 300 mln baryłek (25% udziałów operacyjnych). Przedsięwzięciu dajemy jedynie 5% szans powodzenia, wartość złoża wyceniamy na 8,2 p na akcję z

uwzględnieniem ryzyka i 177 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Aurelian wywierci również dwa odwierty eksploracyjne Golitza o niskim poziomie ryzyka, które wyceniamy na 0,2 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 2 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka.

Ilustracja 11: EMV oszacowana przez Tristone Capital dla Aurelian Oil & Gas

Aurelian Oil & Gas – wykaz aktywów

Po oczekiwanych wydzierżawieniach

Kraj	Projekt/Struktura	Potencjalne zasoby brutto (mmbœ)	Udział operacyjny (%)	Opłacone koszty (%)	Koszty otworu brutto (mln USD)	SP (%) ¹	Wart. dyskont./Boe (USD/Boe) ²	Netto (z ryzykiem) (mmbœ)	EMV (mln USD) ³	USD/akc. (w pełni rozw.)	p/akcję (w pełni rozw.)	Wartość bez ryzyka (p/akc.) ⁴	
Aktywa wydobywcze													
Rumunia	Bilca	1.6	62.5%				\$ 10.73	1.0	11	0.05	2.8		
								1.0	11			3	
Aktywa niezagospodarowane													
Polska	Siekierki – war. pesym.	29.9	50.0%	50.0%	0.0	70%	\$ 4.45	10.5	47	0.19	12.1	17.3	
Polska	Siekierki – war. podst.	7.7	50.0%	50.0%	0.0	50%	\$ 10.81	1.9	21	0.09	5.4	10.8	
Rumunia	Lilieci	0.5	50.0%	50.0%	0.0	70%	\$ 5.11	0.2	1	0.00	0.2	0.3	
								12.6	68			18	0.0
War. optym. z uwzględnieniem ryzyka													
Polska	Siekierki – war. optym.	37.0	50.0%	50.0%	23.0	10%	\$ 5.45	1.9	0	0.00	0.0	26.3	
Rumunia	Vaitinel	8.3	33.8%	33.8%	10.0	20%	\$ 5.11	0.6	0	0.00	0.1	3.7	
Rumunia	Vaitinel – war. optym.	25.0	33.8%	33.8%	10.0	20%	\$ 5.11	1.7	6	0.02	1.5	11.2	
Rumunia	Lilieci – war. optym.	2.8	50.0%	41.0%	6.0	30%	\$ 8.24	0.4	2	0.01	0.5	3.0	
Polska	Bieszczady	300.0	25.0%	25.0%	10.0	5%	\$ 9.07	3.8	32	0.13	8.2	176.9	
Bułgaria	Golitza-1	1.7	30.0%	27.0%	6.8	35%	\$ 7.94	0.2	0	0.00	0.1	1.0	
Bułgaria	Golitza-2	1.7	30.0%	27.0%	6.8	35%	\$ 7.94	0.2	0	0.00	0.1	1.0	
Bułgaria	Golitza – war. optym.	59.7	30.0%	30.0%	6.8	30%	\$ 7.94	5.4	41	0.17	10.7	36.9	
Polska	Zwyzka cen	37.6	90.0%	90.0%	0.0	15%	\$ 2.02	5.1	10	0.04	2.7	17.7	
								19.1	91			24	
Wartość eksploracyjna z uwzględnieniem ryzyka		514						32.7	170	0.71	44	306	

Uwagi

1. SP – szanse powodzenia – obejmują wszelkie czynniki ryzyka: geologiczne, polityczne, itp.
2. Wartość/Boe – uwzględnia odległość od infrastruktury, wymagane nakłady kapitałowe na zagospodarowanie i jakość ropy
3. EMV – oczekiwana wartość pieniężna – wartość ważona ryzykiem. EMV = (korzyść * SP) - [zagrożony kapitał * (1 - SP)]
4. Wartość bez uwzględnienia ryzyka – wartość, która mogłaby potencjalnie być zrealizowana w przypadku powodzenia.

Akcje w pełni rozwodnione w obiegu (mln)
GBP/USD 240.4
1.60

Źródło: Tristone Capital

Ocena

Kurs akcji Aurelian wynosi obecnie 55% wskaźnika Core NAV i 27% wskaźnika RENAV. Uważamy, że akcje Aurelian posiadają wysoką wartość przy obecnych cenach, na którą składa się znaczny potencjał wzrostowy w stosunku do bieżącej wartości wskaźnika Core NAV, jak również znaczny przyrost wartości w związku ze zmniejszeniem ryzyka projektu Siekierki, wykonaniem odwiertów eksploracyjnych w Rumunii, Polsce i Bułgarii oraz gotowość potencjalnych obszarów Aurelian do wykonania odwiertów.

Ilustracja 12: Wartość netto aktywów (NAV) oszacowana przez Tristone Capital dla Aurelian Oil & Gas

Aurelian Oil & Gas				
	MMBOE	Wart. jedn. (\$/BOE)	Cena jednolita PV AT (mln \$)	p/akcję
Aktywa (NPV10)				
Aktywa wydobywcze	1.0	10.73	11	3
Gotówka/(dług netto) (mln USD)			24	6
Aktywa niezagospodarowane	12.6	5.43	68	18
Pozostałe aktywa minus koszty admin.			(8)	(2)
Core NAV	13.6	7.01	95	25p
<i>Obecna cena/NAV</i>				55%
Wpływy z opcji (mln USD)	19.1	4.79	7 91	2 24
Zwyżka z uwzględnieniem ryzyka				
RENAV	32.7	5.94	194	50p
<i>Obecna cena/RENAV</i>				27%
			Obecny kurs	13.50p
			2009 z ryzykiem	47p
			Bez ryzyka	315p
			Z ryzykiem (przed wydzierżawieniem)	65p
			Bez ryzyka (przed wydzierżawieniem)	359p

Źródło: Tristone Capital

Rekomendacja

Rozpoczynamy ocenę spółki Aurelian Oil and Gas rekomendacją „powyżej rynku” i określamy cenę docelową jako 25 p na akcję. Sądzymy, że Aurelian wyróżnia dostęp do środkowoeuropejskich złóż gazu i oczekujemy, że nowa kadra kierownicza przyczyni się do rozwoju firmy, umożliwiając utworzenie znacznej wartości w przyszłym roku.

Ryzyko

Oprócz standardowego ryzyka związanego z eksploracją i wydobywaniem ropy naftowej i gazu ziemnego, cenami towarów oraz kursami walut, jest kilka rodzajów ryzyka, które mogą dotyczyć Aurelian:

- **Strategiczni partnerzy i wykonawcy** – w przypadku Aurelian występuje znaczące ryzyko (i) bankructwa partnerów, niewywiązania się ze zobowiązań lub niedotrzymania warunków przez partnerów w koncesjach, zezwoleniach lub umowach o współpracy operatorskiej, których stroną są lub mogą się stać członkowie grupy kapitałowej; (ii) niewypłacalności lub innych problemów dotyczących zarządu lub kierownictwa wykonawców wynajmowanych przez Aurelian do działań eksploracyjnych, wydobywczych lub związanych z zagospodarowaniem złóż; lub (iii) niewypłacalności lub innych problemów dotyczących zarządu lub kierownictwa innych usługodawców wynajmowanych w różnych celach przez Aurelian.
- **Kluczowa kadra** – Aurelian polega na ograniczonej liczbie kluczowych pracowników. Nie ma jednak pewności, że będzie w stanie zachować kluczowych dyrektorów etatowych ani członków ścisłego kierownictwa. Jeśli nie będą oni zaangażowani w interesy grupy, wpłynie to negatywnie na działalność spółki.
- **Dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał** – w celu wykorzystania dostępnych możliwości oraz ekspansji finansowej Aurelian może potrzebować dodatkowego finansowania w przyszłości. Aurelian obecnie uważa, że posiada wystarczające fundusze, aby zrealizować swój program do końca 2010 r., z wyłączeniem nakładów na projekt Siekierki. Zapotrzebowanie na dofinansowanie można łatwo spełnić, kontynuując emisję akcji zwykłych, które miałyby charakter rozwadniający.
- **Ryzyko techniczne projektu Siekierki** – projekt Siekierki ma znaczny udział w wartości portfela Aurelian i choć firma planuje zastosować technologie sprawdzone w innych częściach świata, nie przetestowano ich na tym złożu. Działania polegające na zagospodarowaniu złóż gazu skupionego w Ameryce Północnej wykazały, że opanowanie techniki stosowanej przy każdym ze złóż może wymagać znacznych nakładów czasu, co zwiększyłoby koszty na wczesnym etapie zagospodarowania lub obniżyło początkową wydajność. Złoże jest poroździelane, a poniżej strefy docelowej znajduje się strefa wody, więc nieprawidłowe szczelinowanie mogłoby doprowadzić do przedostania się wody do otworu. Co więcej, charakter złoża sprawia, że nie ma pewności co do wydobycia ani ilości nadających się do tego celu zasobów.
- **Oszacowania dotyczące zasobów** – rezerwy ropy naftowej i gazu, zasoby warunkowe, oraz oszacowania dotyczące złóż i projektów są niepewne. Wiele z oszacowań zasobów perspektywicznych nie pochodzi od niezależnie zweryfikowanych źródeł i opiera się w znacznej mierze na oszacowaniach kierownictwa.

Załącznik – gaz skupiony: wprowadzenie

Złoże określane jako „skupione” ma bardzo niską przepuszczalność. Niska przepuszczalność oznacza, że węglowodory uwięzione w skale mają bardzo ograniczone możliwości wypływu, co spowodowane jest brakiem naturalnych szczelin. Bez wykonania dodatkowych prac odwierty mają więc niską przydatność i wskaźniki wydobywania. Szczelinowanie hydrauliczne polega na wciśnięciu płynu w skałę pod odpowiednio wysokim ciśnieniem w celu utworzenia pęknięć, przez które ropa lub gaz ziemny mogłyby przedostać się do odwiertu, zwiększając w ten sposób wskaźniki przydatności i wydobywania. Szczelinowanie stosuje się w połączeniu z dalekosiężnymi wierceniami poziomymi oraz wieloetapowymi pracami w celu uzyskania dostępu do większej ilości zasobów i zwiększenia opłacalności tych odwiertów.

Złoża gazu skupionego zostały zagospodarowane głównie w Ameryce Północnej, co napędziło większość technicznych innowacji w tym regionie. Uczestnicy sektora cały czas przesuwają się w dół piramidy zasobów, starając się wykorzystać złoża. Hitem ostatnich lat jest gaz łupkowy. Obszerniejsze omówienie wydobywania gazu łupkowego w Ameryce Północnej zawiera nasz raport z października 2008 r. *Shale Gas Revolution* (https://research.tristonecapital.com/Shale_Gas_Revolution_08-10-06.pdf). Powodzenie gazu skupionego i łupkowego w Ameryce Północnej wywołało duże zainteresowanie eksploatacją złóż w innych częściach świata za pomocą technologii opracowanych w USA.

Uznaje się, że złoża gazu łupkowego Barnett, które później wyewoluowało w najbogatsze złoża gazu na łądzie w USA, zapoczątkowało prawdziwą gorączkę gazu łupkowego / skupionego. Złoże po raz pierwszy odkryto na początku lat 80-tych, gdy standardem były odwierty pionowe, jednak dopiero po zastosowaniu pod koniec lat 90-tych nowoczesnych technik odwiertów poziomych i stymulacji przy szczelinowaniu przez Mitchell Energy (przejętą przez Devon w 2001 r.) opracowano właściwe metody i zapoczątkowano rozwój, który później przybrał szalone tempo. Wydobywcy zastosowali technologię odwiertów poziomych i szczelinowania wieloetapowego w szeregu systemów gazu skupionego w Ameryce Północnej. Wśród systemów warto wyróżnić Haynesville, Marcellus, Fayetteville, Barnett, Woodford i Deep Bossier w USA oraz Montney, Muskwa i Utica w Kanadzie.

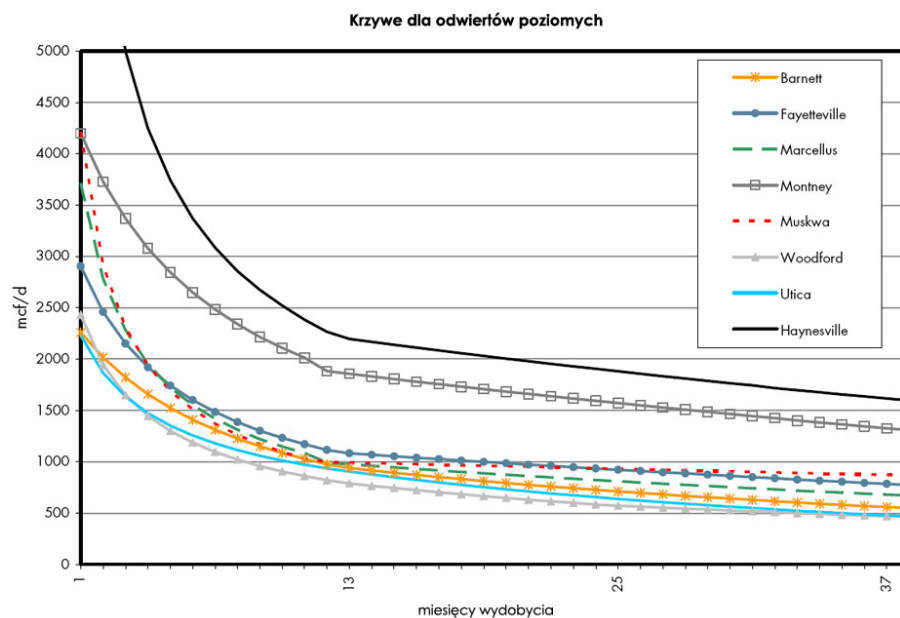
W raporcie *Shale Gas Revolution* oszacowaliśmy, że potencjał zbywalnych zasobów w ww. dziewięciu największych północnoamerykańskich systemach gazu łupkowego po uwzględnieniu ryzyka wynosi 261 tcf, co niemal równa się rozmiarowi stwierdzonych zasobów gazu w Ameryce Północnej na koniec roku 2007, wynoszących 269 tcf. Obrazuje to względny potencjał systemów gazu łupkowego i skupionego. Stale rozwijana i usprawniana jest technologia, co umożliwi dostęp do dodatkowych zasobów.

Wprowadzenie technologii szczelinowania wieloetapowego wraz z odwiertami poziomymi oraz udoskonalenie stymulacji przez szczelinowanie to czynniki decydujące o opłacalności systemów gazu łupkowego/skupionego. Szczelinowanie wieloetapowe sprawiło, że odwierty poziome stały się ponad 3x bardziej opłacalne niż pionowe dzięki zwiększeniu całkowitych ilości dającego się wydobyć gazu oraz wstępnych wskaźników wydobywania. Niestety, nie wszystkie systemy gazu łupkowego/skupionego są takie same, a każdy z nich wymaga innego nakładu pracy. Ustalenie optymalnej strategii realizacji prac wymaga często dokładnej analizy składu, porowatości, przepuszczalności, poziomów nasycenia, ciśnienia i gradientów temperatury. Kluczowymi zmiennymi dającymi dostęp do ogromnego potencjału drzemącego w

tych złożach są: dobór odpowiedniej orientacji odwiertu, urządzenia do stymulacji, rozmiar szczeliny oraz płyny używane do szczelinowania.

Jednym z charakterystycznych zjawisk związanych z zagospodarowaniem złóż gazu skupionego za pomocą szczelinowania są bardzo wysokie wskaźniki spadków wydobywania w pierwszym roku przy następujących po nich niewielkich spadkach utrzymujących się przez dłuższy okres czasu. Szacujemy, że średnie spadki w ciągu pierwszego roku dla północnoamerykańskich systemów łupkowych wynoszą 35%. Zjawisko to zilustrowaliśmy na rys. A poniżej, przedstawiającym trzy rodzaje krzywych wydobywania w pierwszym roku dla różnych systemów gazu łupkowego w Ameryce Północnej wg oszacowań Tristone Capital. Poniższe typy krzywych obrazują wydobywanie z otworów znajdujących się w „centrum” systemu, gdyż jakość wielu systemów pogarsza się w miarę odsuwania się od środka, choć nadal możliwe jest prowadzenie wydobywania komercyjnego. Pragniemy zauważyć, że wiele z tych systemów znajduje się na wczesnym etapie zagospodarowania, więc oszacowanie wskaźników długoterminowego wydobywania jest wysoce niepewne.

Rys. A: Krzywe wydobywania gazu łupkowego w Am. Półn.



Źródło: Tristone Capital

AURELIAN OIL & GAS (AUL LN)

http://www.aurelianoil.com/

Analityk: Peter Nicol

Rekomendacja:	Powyżej rynku	Kapitalizacja rynkowa (mln \$):	50	Docelowo w ciągu 12 mies.:	25p
Akcje podst. w obiegu (mln):	232.4	Wart. przeds. (mln USD):	26	Obecna cena:	13,5p
Akcje w pełni rozw. (mln):	240.4	Zakres 52-tyg.:	11,5p - 34,8p	Oczekiwany zwrot:	85%

Profil

Spółka Aurelian Oil & Gas została utworzona w 2002 r. przez Michaela Seymoura i weszła na rynek alternatywny Londyńskiej Giełdy Papierów Wartościowych (AIM) w 2006 r., gdzie figuruje pod skrótem „AUL”. Na stanowisko CEO spółki nominowano niedawno Rowena Bainbridge’a.

Aurelian koncentruje swoją działalność w Europie Środkowej i posiada koncesje w Rumunii, Polsce, Bułgarii i na Słowacji. Jest również operatorem w większości swoich koncesji. Strategią Aurelian jest stosowanie technologii, które sprawdziły się w innych regionach świata, a które ze względu na kontekst polityczny nie były dostępne w krajach Europy Środkowej. Najważniejszą częścią aktywów Aurelian to pole gazu ziemnego Siekierki (Polska). Występuje na nim skupione złożo gazu, które będzie zagospodarowane za pomocą technik wiercenia poziomego oraz wieloetapowego szczelinowania, podobnych do technologii zastosowanych w przypadku północnoamerykańskich systemów gazu.

Aktualizacja danych operacyjnych

Najważniejszą częścią aktywów Aurelian jest pole gazu ziemnego Siekierki w Polsce w pobliżu Poznania. RPS szacuje, że ilość gazu w złożu wynosi najprawdopodobniej 364 bcf. Na podstawie badań sejsmicznych 3D oraz wyników uzyskanych z otworu Trzek-1 kierownictwo szacuje, że struktura zawiera najprawdopodobniej 513 bcf, maksymalnie 1 tcf. Zagospodarowanie złoża za pomocą odwiertów pionowych uznano za nieekonomiczne, więc Aurelian planuje wykorzystać odwierty poziome i szczelinowanie wieloetapowe. Jest to technika sprawdzona w Ameryce Północnej i Niemczech, ale po raz pierwszy zostanie wykorzystana w Polsce.

Pole Siekierki będzie wymagało znaczących nakładów kapitałowych, oszacowanych obecnie na 220 mln €, co stanowi bardzo dużą sumę w stosunku do rozmiaru firmy Aurelian, posiadającej 90% udziałów operacyjnych. Spółka zawarła więc umowę o wydzierżawienie udziałów w złożu firmie Canamens Energy, zachowując 50% w zamian za 40 mln € początkowego kapitału przeznaczanego na zagospodarowanie. Jednak po zmianie swojej strategii Canamens postanowiła wycofać się z projektu, placąc Aurelian ok. 1 mln \$. Aurelian szuka obecnie nowego partnera do dzierżawienia udziałów, jednocześnie rozpatrując możliwość pozyskania finansów poprzez emisję akcji. Umożliwi to potwierdzenie opłacalności projektu przez wiercenie i badanie otworu poziomego przed zawarciem umowy dzierżawy z partnerem, co zdaniem Aurelian zapewni jej znacznie lepsze warunki takiej umowy.

Aurelian planuje wykonać pierwszy poziomy odwiert rozpoznawczy w styczniu 2010 r. i przewiduje, że wykonanie go zajmie 125 dni. Następnie odwiert zostanie przetestowany przez spalanie gazu na wylocie przez okres 5 dni i podłączony do poznańskiej sieci niskociśnieniowej. Przeprowadzona zostanie długoterminowa próba wydobycia (6 miesięcy). Jeśli efekty będą zgodne z prognozami, Aurelian będzie ubiegał się o zmianę posiadanej koncesji w koncesję eksploatacyjną (na okres 50 lat) i uruchomi program pełnego zagospodarowania. Spółka przewiduje, że przepływ środków pieniężnych projektu osiągnie wartość dodatnią do 2015 r.

	2008A (zrewidowane)	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)
Wyniki finansowe			
Przeptywy pieniężne (mln USD)	(1.3)	1.5	1.3
CFPS (p/akc.)	(0.5)	0.5	0.4
Zysk (p/akc.)	(2.6)	(1.4)	(1.7)
Współczynnik kapitalizacji zysków			
Cena/Przeptywy pieniężne	(26.7)	29.7	38.0
Wart. przeds./DAFCF	(13.5)	18.5	32.0
P/E	brak znaczącej wart.	brak znaczącej wart.	brak znaczącej wart.
Wart. przeds./udz. oper.: rezerwy(USD/boe)	brak znaczącej wart.		
Wart. przeds./udz. oper.: wydobycie (mln \$/boe/d)	80.0	71.0	102.6
Struktura kapitałowa			
Dług netto/ (gotówka) (mln USD)	(8.2)	(19.1)	(4.2)
Dług/przeptywy pieniężne	6.9	(12.9)	(3.2)
Nakłady kapitałowe (mln \$)	27.1	8.0	16.2
Nakłady kapit./przeptywy pieniężne	-21,5x	5,5x	12,3x

Aktualizacja danych operacyjnych (c.d.)

Aurelian kontynuuje poszerzanie swojego portfela eksploracyjnego o większe struktury, takie jak Voitinell-1 w Rumunii oraz Bieszczady w Polsce. Otwór Voitinell-1 ma na celu osiągnięcie pułapki złożowej ograniczonej czterema uskokami i zawierającej 200 bcf. Jego rozpoczęcie zaplanowano na 21 sierpnia 2009 r. Aurelian posiada 33,75% udziałów operacyjnych w złożu Voitinell (70 bcf nett dla Aurelian w przypadku powodzenia). Całość struktury oceniamy na 1,6 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 14,9 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Aby zminimalizować ryzyko związane z oszacowaną ilością gazu (200 bcf), konieczne byłoby wykonanie kilku otworów na strukturze.

Bieszczady to struktura o znaczących rozmiarach, uznawana za roponośną. Przewiduje się, że da ona dostęp do 300 mln baryłek nadającej się do wydobycia ropy. Wykonanie otworu zaplanowano na rok 2010. Aurelian posiada 25% udziałów operacyjnych, więc odkrycie 300 mln baryłek byłoby dla firmy przedmiotowym wydarzeniem..

Aurelian wykona również 1-2 odwierty eksploracyjne niskiego ryzyka na aktywach w Bułgarii w 2010 r. W latach 2009 – 2010 Spółka planuje na swoim obszarze szereg badań geologicznych i sejsmicznych.

Perspektywa i ocena

Rozpocznymy ocenę Aurelian Oil and Gas, wydając rekomendację „powyżej rynku” i określając cenę docelową jako 25 p w oparciu o wartość aktywów netto Aurelian (Core NAV). Najważniejszym katalizatorem dla Aurelian na początku 2010 r. będzie wiercenie otworu poziomego w Siekierkach w celu potwierdzenia opłacalności komercyjnej projektu.

W najbliższej przyszłości, tj. 21 sierpnia 2009 r., Aurelian rozpocznie wiercenie otworu Voitinell na strukturze, której rozmiar szacuje się na 200 bcf (33,75% udz. oper.). Uważamy, że pierwszy otwór może umożliwić dostęp do ok. 50 bcf, które wyceniamy na 0,1 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka, 3,7 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka; pozostałe 150 bcf wyceniamy na 1,5 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka oraz 11,2 p na akcję bez uwzględnienia ryzyka. Pozyskanie partnera do dzierżawy złoża lub finansowania rozwoju projektu Siekierki posłużyłoby jesienią jako dodatkowy czynnik stymulujący. Na pierwszy kwartał 2010 r. przewidziane jest wykonanie odwiertu poziomego, z którego wpływ zostanie przetestowany przez krótki okres przed przeprowadzeniem w 2011 r. długoterminowego testu wydobycia. W 2010 r. Aurelian planuje nawiercenie ważnego złoża w Bieszczadach (300 mln baryłek, 25% udz. oper.) oraz jednego do dwóch otworów na bloku Golitza w Bułgarii.

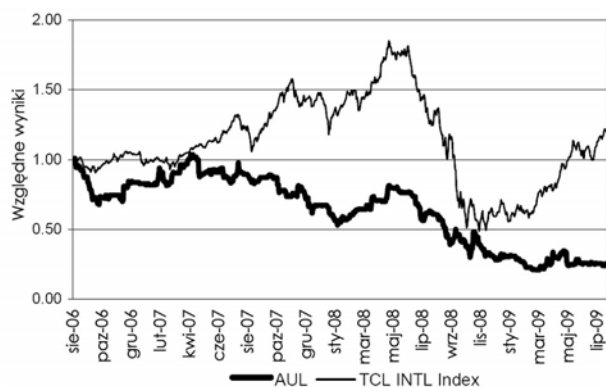
Naszym zdaniem spółkę Aurelian wyróżnia dostęp do ropy naftowej pochodzącej z Europy Środkowej, oraz – co szczególnie ważne – gazu ziemnego, który oferuje atrakcyjne warunki podatkowe i długoterminowy wzrost cen w miarę liberalizacji rynków energii. Uważamy, że dzięki nowemu kierownictwu i znacznym postępom spółki w realizacji projektu Siekierki, Aurelian osiągnie w nadchodzących miesiącach wyniki powyżej rynku.

	2008A (zrewidowane)	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)
Analiza. jedn. – USD/BOE			
Przychód	28.64	30.19	30.39
Oplaty eksploatacyjne	0.00	0.00	0.00
Koszty operacyjne	(1.20)	(1.10)	(1.10)
Operacyjna wartość retroaktywna netto	27.44	29.10	29.28
Koszty ogólne i admin.	(43.76)	(23.87)	(23.47)
Odsetki	8.14	2.01	1.13
Wartość zapłaconego podatku/podstawa opodatkowania	0.00	0.00	0.00
Wart. retroaktywna netto (USD/boe)	(8.18)	7.24	6.95
Założenia cenowe			
Ropa naftowa – WTI (USD/b)	99.60	50.00	70.00
Ropa naftowa – Brent (USD/b)	98.30	50.00	70.00

AURELIAN OIL & GAS (AUL LN)

analityk: Peter Nicol

Aurelian Oil and Gas a Tristone Capital International Index



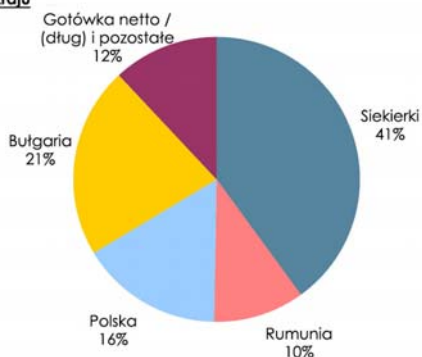
Podsumowanie	#REF!	2008A (zrewid.)	2009E (koniec roku)
Wydobycie			
Ropa i sub. ciekłe (mb/d)	0	0	0
Gaz ziemny (mmcf/d)	1.8	1.6	2.6
mboe/d (6:1)	0.3	0.3	0.4
Przyrost wydobywania	brak zn. wart.	-14%	68%
Współczynnik wydobywania gazu	100%	100%	100%

Informacje o rezerwach	2008A (zrewid.)
------------------------	--------------------

Rezerwy stwierdzone + prawdopodobne (boe @ 6:1)	
Stwierdzone (mmboe)	0.0
Prawdopodobne	0.0
Razem stwierdzone + prawdopodobne (mmboe)	0.0

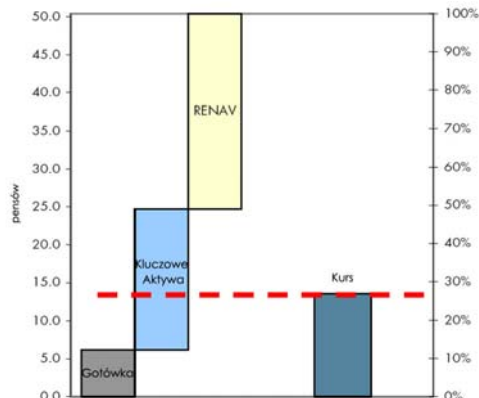
Kraj	RENAV p/akcję	Bez ryzyka NAV p/akcję	Działalność
Siekierki	20	72	oc./zag.
Rumunia	5	21	wyd.
Polska	8	177	eksp.
Bułgaria	11	39	eksp.
Gotówka netto/(dług) i pozostałe	6	6	
Razem	50	315	

RENAV wg kraju



Źródło: Tristone and Company Presentations

Aurelian Oil and Gas RENAV a cena akcji



Ścisłe kierownictwo spółki

Michael Seymour	Prezes
Rowan Bainbridge	Chief Executive Officer
Frank Jackson	Commercial Director
Roy Hartley	Operations Director

Zarząd spółki

David Prior	Były brytyjski parlamentarzysta, adwokat
Miles Donnelly	Właściciel, Contessa Properties
Dariusz Mioduski	CEO, Kulczyk Investments
Paul Hilton	Partner, Hawkwood Asset Managers

*nieetatowi członkowie Zarządu (non-executive)

Udziały członków Zarządu	10.6%
--------------------------	-------

Główni akcjonariusze

Lord Sainsbury	18.9%
Palo Alto Investors	12.0%
Ingalls & Snyder	7.8%
Kulczyk Investments	7.7%
Blue Ridge	5.6%
Integrated Core Strategies	5.4%
BlackRock Investment Management	3.5%

Mapa kluczowych obszarów



Źródło: Aurelian Oil & Gas

AURELIAN OIL & GAS (AUL LN)

Ocena: Powyżej rynku

Wartość aktywów netto

Aktywa (NPV10)	MMBOE	Wartość jedn. (USD/BoE)	PV AT mln USD	p/akcję
Aktywa wydobywcze	1.0	10.73	11	2.8
Gotówka/(dług netto) (mln USD)			24	6.2
Aktywa niezagospodarowane	12.6	5.43	68	17.8
Pozostałe aktywa minus koszty admin.			(8)	(2.0)
Core NAV	13.6	7.01	95	25
<i>Obecna cena/NAV</i>				0.5
Wpływy z opcji (mln USD)			7.4	1.9
Wartość eksploracyjna z uwzględnieniem ryzyka	19.1	4.79	91.4	23.8
RENAV	32.7	5.94	193.9	50
<i>Obecna cena/RENAV</i>				27%
			Obecny kurs	14 p
			2009 z ryzykiem	47 p
			Bez ryzyka	315 p

Aurelian Oil & Gas – wykaz aktywów Po oczekiwanych wydzierżawieniach

Kraj	Projekt/Struktura	Zasoby brutto potencjalne (mmboe)	Udział operacyjny (%)	Koszty opłacone (%)	Koszt brutto otworu (mln USD)	SP (%)	Zdyskontowana wart./Boe (USD/Boe) ²	Netto (z ryzykiem) (mmboe)	EMV (mln USD) ³	USD/akc. (w pełni rozw.)	p/akcję (w pełni rozw.)	Bez ryzyka Wartość (p/akc.) ⁴
Aktywa wydobywcze												
Rumunia	Bilca	1.6	62.5%			\$	10.73	1.0	11	0.05	2.8	
								1.0	11		3	
Aktywa niezagospodarowane												
Polska	Siekierki – war. pesym.	29.9	50.0%	50.0%	0.0	70%	\$	4.45	10.5	47	12.1	17.3
Polska	Siekierki – war. podst.	7.7	50.0%	50.0%	0.0	50%	\$	10.81	1.9	21	5.4	10.8
Rumunia	Liliec	0.5	50.0%	50.0%	0.0	70%	\$	5.11	0.2	1	0.2	0.3
								12.6	68		18	0.0
Zwyzka z uwzględnieniem ryzyka												
Polska	Siekierki – war. optym.	37.0	50.0%	50.0%	23.0	10%	\$	5.45	1.9	0	0.0	26.3
Rumunia	Vaitinel	8.3	33.8%	33.8%	10.0	20%	\$	5.11	0.6	0	0.1	3.7
Rumunia	Vaitinel – war. optym.	25.0	33.8%	33.8%	10.0	20%	\$	5.11	1.7	6	1.5	11.2
Rumunia	Liliec – war. optym.	2.8	50.0%	41.0%	6.0	30%	\$	8.24	0.4	2	0.5	3.0
Polska	Bieszczady	300.0	25.0%	25.0%	10.0	5%	\$	9.07	3.8	32	8.2	176.9
Bułgaria	Golitza-1	1.7	30.0%	27.0%	6.8	35%	\$	7.94	0.2	0	0.1	1.0
Bułgaria	Golitza-2	1.7	30.0%	27.0%	6.8	35%	\$	7.94	0.2	0	0.1	1.0
Bułgaria	Golitza – war. optym.	59.7	30.0%	30.0%	6.8	30%	\$	7.94	5.4	41	10.7	36.9
Polska	Zwyzka cen	37.6	90.0%	90.0%	0.0	15%	\$	2.02	5.1	10	2.7	17.7
								19.1	91		24	
Wartość eksploracyjna z uwzględnieniem ryzyka								514				
								32.7	170	0.71	44	306

Uwagi

1. SP – szansa powodzenia – uwzględnia wszelkie czynniki ryzyka: geologiczne, polityczne, itp.
2. Wartość Boe – uwzględnia bliskość odległości od infrastruktury, wymagane nakłady kapitałowe na zagospodarowanie i jakości ropy
3. EMV – oczekiwana wartość pieniężna – wartość ważona ryzykiem. EMV = (korzyść*SP) - [zagrożony kapitał*(1-SP)]
4. Wartość bez uwzględnienia ryzyka – wartość, która mogłaby potencjalnie być zrealizowana w przypadku powodzenia.

Akcje w pełni rozwinięte w obiegu (mln)
GBP/USD 240.4
1.60

AURELIAN OIL & GAS (AUL LN)*		Ocena: Powyżej rynku			
Docelowa Wart. przeds./DACF:	4,0x	Ostatnia cena:	13,5p		
Docelowe P/RENAV:	1,0x	Cena docelowa:	25,0p		
Waga zysku:	0%	Oczekiwany zwrot:	85%		
			2007A (zrewidowane)	2008A (zrewidowane)	2009E (koniec roku)
					2010E (koniec roku)
Wycena					
Brent (USD/b)			72.70	98.30	53.20
UK spot (\$/mmbtu)			6.07	11.75	5.59
					8.89
Wielkość wydobycia					
Ropa i sub. ciekłe (mb/d)			0	0	0
Gaz ziemny (mmcf/d)			1.8	1.6	2.6
Mboe/d (@6:1)			0.3	0.3	0.4
Przyrost wydobycia			0%	-14%	68%
					2%
Wyniki finansowe					
Przepływy pieniężne / akcje zwykłe (mln \$)			2.1	(1.3)	1.5
CFPS (podst. p/akc.)			0.8	(0.5)	0.5
CFPS (rozwod. p/akc.)			0.8	(0.5)	0.5
Zysk / akcje zwykłe (mln \$)			(9)	(4)	(3)
(Rozwodniony zysk: p/akc.)			(3.5)	(2.6)	(1.4)
					(1.7)
Współczynnik kapitalizacji zysków					
Cena/Przepływy pieniężne			1 7,3x	-26,7x	29,7x
Wartość przeds./DACF			-5,2x	-13,5x	18,5x
P/E			brak znaczącej wart.	brak znaczącej wart.	brak znaczącej wart.
Wart. przeds./rezerwy (stwierdz. + przewid. \$/boe)			brak znaczącej wart.		brak znaczącej wart.
Wart. przeds./wydobycie (mln \$/boe/d)			(21.8)	80.0	71.0
					102.6
Struktura kapitałowa					
Akcje podstawowe w obiegu (mln)			134.7	134.7	232.4
Kapitalizacja rynkowa (mln \$)			29	29	50
Dług netto na koniec roku (mln \$)			(36)	(8)	(19)
Wartość przedsiębiorstwa (mln \$)			(7)	21	31
Dług/przepływy pieniężne			(15.5)	6.9	(12.9)
					(3.2)
Koszt jednostki i wartości retroaktywne netto – \$/boe (6:1)					
Przychód			34.40	28.64	30.19
Opłaty eksploatacyjne			-	-	-
Koszty operacyjne			(4.01)	(1.20)	(1.10)
Operacyjna wartość retroaktywna netto			30.39	27.44	29.10
Koszty ogólne i admin.			(23.88)	(43.76)	(23.87)
Udział			10.87	8.14	2.01
Wartość zapłaconego podatku/podstawę opodatkowania			(1.14)	-	-
Wart. retroaktywna netto (\$/boe)			16.23	(8.18)	7.24
					6.95
Pozostałe informacje					
Nakłady kapitałowe netto (mln \$)			38	27	8
Nakłady kapit./przepływy pieniężne			18.4	(21.5)	5.5
NAV p/akcję			25 p		
Cena/NAV			55%		
Kursy walut					
USD : GBP (kurs wymiany)			1.60		

*Tristone Capital jest doradcą inwestycyjnym Aurelian Oil & Gas zgodnie z Zasadą 35 AIM

Metodologia wyceny

Ważność

12-miesięczna wartość docelowa określona na podstawie wielokrotności prognozowanej Wartości Przedsiębiorstwa (EV) w stosunku do DACF	0%
12-miesięczna wartość docelowa określona na podstawie wielokrotności ceny w stosunku do wskaźnika RENAV	100%

Ważne udostępnione informacje

- Tak □ Nie Czy w ciągu ostatnich 12 miesięcy Tristone Capital Ltd. lub podmioty z nim stowarzyszone otrzymywały wynagrodzenie za usługi bankowości inwestycyjnej dla badanej firmy?
- Tak ■ Nie Czy autor(zy) sprawozdania lub członek jego rodziny posiadają interes finansowy w papierach wartościowych badanej firmy? Jeśli tak, prosimy o wyjaśnienie:
- Tak ■ Nie Czy Tristone Capital Ltd. lub podmioty z nim stowarzyszone są twórcami rynku dla papierów wartościowych emitenta na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania?
- Tak ■ Nie Czy autor(zy) niniejszego sprawozdania lub członek jego rodziny pełnią funkcję dyrektora, kierownika lub członka rady doradczej badanej firmy lub pozostają w istotnym konflikcie interesów z badaną firmą? Jeśli tak, prosimy o wyjaśnienie:
- Tak ■ Nie Czy Tristone Capital Ltd. lub podmioty z nią stowarzyszone są rzeczywistymi odbiorcami więcej niż 1% jakiegokolwiek rodzaju akcji zwykłych emitenta?
- Tak ■ Nie Czy analityk/współpracownik zajmujący się niniejszą publikacją odwiedzili siedzibę/oddział emitenta? Jeśli tak, szczegóły dostępne są na żądanie. Jeśli tak, czy analityk/współpracownik otrzymał wynagrodzenie? □ Tak ■ Nie Jeśli tak, szczegółowe informacje dostępne są na żądanie.

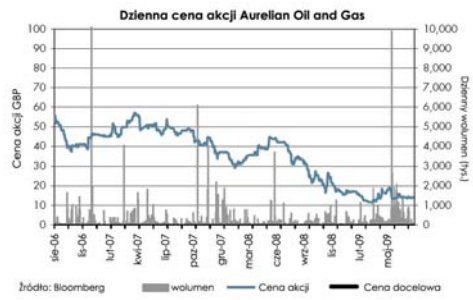
Tristone Capital Ltd. i spółki z nią stowarzyszone, Tristone Capital Inc., Tristone Capital Co., oraz Tristone Capital (USA) Inc. mają zamiar i mogą otrzymywać wynagrodzenie za usługi bankowości inwestycyjnej od wszystkich emitentów objętych badaniem Tristone w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Wynagrodzenie autora(-ów) niniejszego sprawozdania częściowo lub w całości pochodzi z ogólnych zysków Tristone Capital Ltd. i stowarzyszonych z nią podmiotów. Wynagrodzenie autora(-ów) nie jest związane bezpośrednio z żadną działalnością polegającą na usługach bankowości inwestycyjnej.

Autor(zy) oświadczają, że (i) poglądy wyrażone w niniejszym sprawozdaniu rzetelnie odzwierciedlają osobiste przekonania autora(-ów) dotyczące opisywanych papierów wartościowych oraz że (ii) wynagrodzenie autora nie było, nie jest i nie będzie związane z udzieleniem konkretnych rekomendacji ani wyrażeniem określonych poglądów w niniejszym sprawozdaniu.

Rekomendacje wynikające z badania

Poniżej przedstawiamy system oceny Tristone, obejmujący odsetek rekomendacji przypadających na każdą kategorię.

Ocena	Oczekiwany zwrot w por. z podobną grupą lub sektorem	% Tristone Universe
Najwyższa („Top Pick”)	Najwyższy zwrot po uwzględnieniu ryzyka	4%
Powyżej rynku („Outperform”):	Powyżej średniej podobnej grupy kapitałowej lub sektora	44%
Na równi z rynkiem:	Na równi ze średnią podobnej grupy kapitałowej lub sektora	42%
Poniżej rynku:	Poniżej średniej podobnej grupy kapitałowej lub sektora	6%
Spekulacyjna:	Firmy charakteryzujące się wysokim operacyjnym lub finansowym ryzykiem lub w przypadku których zmiana pewnej liczby zmiennych ekonomicznych może doprowadzić do znaczącej zmiany wyceny	4%



Podsumowanie zmian		
Data	Ocena	Cena docelowa
12.08.09	Cena w ofercie publicznej	25p

CALGARY

Tristone Capital Inc.
Suite 2020, 335 – 8th Avenue SW
Calgary, Alberta, Canada T2P 1C9
Tel. 403 294 9541
Fax 403 294 9543

DENVER

Tristone Capital Co.
1225 17th Street, Suite1600
Denver, Colorado, USA 80202
Tel. 303 952 2800
Fax 303 952 2799

BUENOS AIRES

Tristone Capital S.A. Ltd.
Alejandro M. de Aguado 2853, P.B. "B"
C1425CEA
Buenos Aires, Argentina
Tel. 54 11 4809 3223
Fax 54 11 4808 9114

LONDYN

Tristone Capital Limited
77 Grosvenor Street
London, UK, W1K 3JR
Tel. +44 20 7355 5800
Fax +44 20 7355 5888

HOUSTON

Tristone Capital LLC
333 Clay Street, Suite 4200
Houston, Texas, USA 77002
Tel. 713 651 4200
Fax 713 651 4202

Prezes i CEO

George F.J. Gosbee

Tel. bezpośredni

403-303-8652

Badania: USA

Chi Chow
Joe Magner, CFA
Waqar Syed

Tel. bezpośredni

303-952-2800
303-952-2751
303-952-2753

Obrót: W. Bryt.

Chris Wellesley

Tel. bezpośredni

+44-20-7355-5823

Obrót: Kanada

Eric Bruce
Shane Dungey
Chris Maurer

Tel. bezpośredni

403-539-8515
403-539-8517
403-539-4358

Sprzedaż: USA

Charles Lesser
Chris Grudniewicz

Tel. bezpośredni

+44-20-7355-5827
+44-20-7355-5826

Sprzedaż: Kanada

Rob Colcleugh
Warren Robinson

Tel. bezpośredni

403-539-4363
403-539-4357

Operacje: W. Brytania

Adrian Penny

Tel. bezpośredni

+44-20-7355-5824

Badania: Kanada

Chris Theal, CFA
Cristina Lopez, CFA
Chris Feltin, P.Eng.
Leon Knight
David Popowich
Jan Cerny

Tel. bezpośredni

403-539-4349
403-539-8542
403-539-8544
403-303-8655
403-539-8529
403-539-8530

Obrót: USA

Brian Racanelli
Michael Chewning
Susan Lubbers

Tel. bezpośredni

303-952-2740
303-952-2741
303-952-2746

Sprzedaż: USA

Tyler Davis
Karen Acierno
Jim Ulrich
Larry Busnardo

Tel. bezpośredni

203-637-9397
303-952-2730
303-952-2731
303-952-2750

*E-mail: inicjał imienia oraz nazwisko
@tristonecapital.com*

Tristone Capital Inc. jest członkiem TSX, TSX Venture, IIROC oraz CIPF. Tristone Capital Co. i Tristone Capital (USA) Inc. są członkami FINRA, SIPC, działającymi jako maklerzy-dealerzy w Stanach Zjednoczonych. W Wielkiej Brytanii Tristone Capital Limited jest autoryzowana i nadzorowana przez Urząd Regulacji Rynków Finansowych (FSA). Tristone Capital (USA) Inc., Tristone Capital Co. i Tristone Capital Inc. są spółkami stowarzyszonymi z Tristone Capital Ltd. Niniejsze sprawozdanie zostało sporządzone przez Tristone Capital Ltd., a jego dystrybucją w Kanadzie zajmuje się Tristone Capital Inc., w Stanach Zjednoczonych – Tristone Capital Co. oraz Tristone Capital (USA) Inc., w EOG – Tristone Capital Limited.

Chociaż informacje zawarte w niniejszym sprawozdaniu uzyskano ze źródeł uznanych przez Tristone Capital Ltd. („Tristone”) i podmioty z nią stowarzyszone za wiarygodne, nie gwarantujemy ich dokładności; informacje te, jako takie, mogą być niepełne lub przedstawione w formie streszczonej. Tristone i podmioty z nią stowarzyszone, kierownictwo, dyrektorzy i pracownicy mogą jako zleceniodawcy lub pośrednicy nabywać, posiadać lub sprzedawać pozycje w wymienionych tu papierach wartościowych. Niniejszego sprawozdania nie można więc traktować jako wynik bezstronnego badania.

Wszelkie opinie, oszacowania oraz innego rodzaju informacje zawarte w niniejszym sprawozdaniu odzwierciedlają stanowisko Tristone na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym sprawozdaniu przedstawione są wyłącznie dla celów informacyjnych i nie stanowią oferty sprzedaży ani kupna jakichkolwiek papierów wartościowych. Niniejsze sprawozdanie nie zostało zatwierdzone przez Tristone Capital Limited dla celów, o których mowa w artykule 21 ustawy o usługach