

Aurelian Oil and Gas (LSE: AUL LN)

Rozpoczęcie oceny spółki przez doradcę inwestycyjnego: Korzystna wycena przy perspektywie napływu znacznej ilości informacji

Podsumowanie inwestorskie

W najbliższej przyszłości przewidujemy zakończenie negocjacji dotyczących wydzierżawienia udziałów w polu Siekierki, co wraz z wynikami badań uzyskanymi ze struktury Voitinell może przyczynić się do znaczącej zmiany wyceny. W 2010 r. rozpocznie się długoterminowy test wydobywania z pola Siekierki, które mogą prowadzić do znacznej zwwyżki i zredukowania ryzyka pełnego zagospodarowania struktury.

Zdarzenie

Rozpoczynamy ocenę spółki rekomendacją „Kupuj”, określając cenę docelową jako 19 p.

Najważniejsze wydarzenia

- **Nominacja nowego CEO** Rowen Bainbridge rozpoczął pracę w Aurelian w sierpniu. Oczekuje się, że zwiększy on nacisk, jaki firma kładzie na realizację projektów. Biorąc pod uwagę przewidywany rozmiar pola Siekierki, ma to decydujące znaczenie dla realizacji jego wartości i potencjalnego wzrostu kursu. Co więcej, przyjęcie bardziej transparentnego podejścia umożliwi Aurelian zaprezentowanie pełnego potencjału swoich obszarów eksploracji.
- **Już wkrótce decyzja o wydzierżawieniu udziałów w polu Siekierki** Zawarcie umowy z odpowiednim partnerem w celu sfinansowania długoterminowego testu wydobywania na polu Siekierki ma decydujące znaczenie dla strategii wyceny złoża przez Aurelian. Badanie to pozwoli określić nie tylko opłacalność komercyjną pola, ale również potencjał zwwyżki. Test rozpocznie się w 1./2. kwartale 2010 r. i zostanie przeprowadzony przez spalanie gazu na wylocie jednego otworu poziomego. Jeśli wyniki testu spełnią oczekiwania, powstaną trwałe instalacje, w innym segmencie strukturalnym pola zostanie wykonany drugi otwór, a wydobywany gaz będzie sprzedawany na lokalnym rynku.
- **Ilość gazu w polu Siekierki wskazuje na znaczny potencjał zwwyżki.** W wyniku interpretacji danych z badania sejsmicznego 3D wykonanego w 2008 r. szacowane ilości gazu w złożu uległy istotnemu zwiększeniu, jednak duża różnica między oszacowaniami P90 i P10 ukazuje zarówno sporą niepewność, jak i znaczący potencjał zwwyżki. Długoterminowy test wydobywania powinien umożliwić zawężenie tych oszacowań, zredukowanie ryzyka z nimi związanego i podjęcie decyzji o pełnym zagospodarowaniu pola na początku 2011 r.
- **Struktura Voitinell może okazać się przełomowym przedsięwzięciem Spółki.** We wrześniu na strukturze Voitinell, znajdującej się w koncesji Brodina (Rumunia), zostanie wykonany odwiert. Aurelian posiada 34% udziałów operacyjnych w strukturze ocenianej na 50 mln baryłek ropy. Pełna redukcja ryzyka związanego ze strukturą zwiększyłaby cenę akcji o nawet 79 p. Istnieje ryzyko występowania gazu ziemnego, którego obecność – mimo obniżenia potencjału zwwyżki – stanowiłaby znaczące odkrycie.

Wycena/Ryzyko

Obliczony przez nas w oparciu o zdyskontowane przepływy pieniężne (DCF) łączny wskaźnik NAV dla Aurelian wynosi 31,8 p na akcję. Na tę wartość składa się wskaźnik Core NAV wynoszący 24,0 p na akcję oraz NAV z uwzględnieniem ryzyka, wynoszący 7,7 p na akcję. Cenę docelową określamy na 19 p, po obniżeniu 20% wartości Core NAV w celu odzwierciedlenia ograniczeń finansowych i większej niż zwykle awersji do ryzyka.

Pole Siekierki stanowi 83% wartości wskaźnika Core NAV, co ukazuje, że potwierdzenie jego opłacalności i zabezpieczenie środków na przeprowadzenie długoterminowego testu wydobywania oraz pełne zagospodarowanie stanowią główne obszary ryzyka. W przypadku innych obszarów ryzyko niższe związane jest z niepewnymi wynikami eksploracji i oceny.

Streszczenie

Rozpoczynamy ocenę Aurelian rekomendacją „Kupuj”, określając cenę docelową jako 19 p i przewidując możliwość wzrostu kursu o 41%. Naszą pozytywną ocenę motywuje rozmiar pola Siekierki, zawierającego gaz skupiony, którego zasoby warunkowe wynoszą 204bcf, wykazując jednocześnie znaczący potencjał zwyżki. W przypadku powodzenia negocjacji o dzierżawie udziałów długoterminowy test wydobywania przewidziany jest na 2010 r. Umożliwi on częściową weryfikację potencjału zwyżki i ma kluczowe znaczenie dla podjęcia decyzji o pełnym zagospodarowaniu.

W związku z niepowodzeniem poprzedniej umowy dzierżawy udziałów oraz spadkiem wartości rynkowej Aurelian, uważamy że rynek nie docenił potencjału wartości pola Siekierki. Chociaż z ryzykiem technicznym związany jest potencjał zniżki, podobne struktury zagospodarowano w innych częściach świata za pomocą nowoczesnej technologii. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo, że komercyjne zagospodarowanie pola okaże się wykonalne, jest wysokie. Ponieważ w następnym roku spodziewamy się wzrostu napływających informacji, uważamy że inwestorzy powinni zdecydować się na zakup akcji przed przewidywaną zmianą wyceny w przypadku zwrotu na inwestycjach.

Znacznie szybszą i prawdopodobnie większą zwyżkę przewidujemy w przypadku odwiertu eksploracyjnego Voitel. Aurelian posiada 34% udziałów operacyjnych w strukturze ocenionej na 50 mln baryłek. Wyniki spodziewane są w październiku. Pełna redukcja ryzyka związana z otworem Voitel sugeruje wzrost jego wartości nawet do 79,1 p na akcję (prawie 6-krotność obecnej ceny akcji) w przypadku powodzenia; wzrost ten mógłby zostać osłabiony w przypadku odnalezienia gazu zamiast ropy, jednak odkrycie na taką skalę byłoby nadal wydarzeniem o ogromnym znaczeniu dla Aurelian.

Wycena

Łączną wartość aktywów netto (NAV) dla Aurelian określamy jako 31,8 p na akcję, na co składa się Core NAV w wysokości 24,0 p na akcję wraz ze zwyżką 7,7 p uwzględniającą czynniki ryzyka. Przy obecnym kursie akcji, który jest 44% poniżej wskaźnika Core NAV, uznajemy że wartość Aurelian jest znacznie zaniżona. Występuje jednak wyższe od przeciętnego ryzyko związane z nieprzeprowadzonymi jeszcze negocjacjami mającymi na celu pozyskanie partnera do pola Siekierki oraz niepewnymi wynikami długoterminowego testu wydobywania zaplanowanego na rok 2010. Mimo to przewidujemy dalszy potencjał zwyżki ponad bieżącą wartość naszego wskaźnika NAV, o ile Aurelian będzie w stanie obniżyć ryzyko zagospodarowania pola Siekierki i zwiększyć ilość nadających się do wydobywania zasobów do ilości przewidzianej w wariantach P10. Zwyżka ta zostanie w dużej mierze zweryfikowana w 2010 r.

Jeśli chodzi o eksplorację, Aurelian posiada aktywny program na pozostałą część 2009 r. oraz rok 2010, jednak z czterech zaplanowanych odwiertów jedynie Voitel ma potencjał o przełomowym znaczeniu dla firmy. Otwór Voitel wyceniamy obecnie na 6,4 p na akcję z uwzględnieniem 10% czynnika ryzyka, choć w przypadku powodzenia jego wartość może wzrosnąć nawet do 79,1 p na akcję po całkowitej redukcji ryzyka, czyniąc go potencjalnie ważniejszym dla Aurelian niż pole Siekierki. Jeśli – jak wcześniej wspomniano – Voitel okaże się złożem gazu a nie ropy, wielkość zwyżki spadnie do xp na akcję.

ILUSTRACJA 1: ŁĄCZNA WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO

	Brutto bez uwzględnienia ryzyka	Kapitał	Netto bez uwzględnienia ryzyka	Czynnik ryzyka	Netto z uwzględnieniem ryzyka	Wart. bieżąca netto (NPV)	NPV z uwzględnieniem ryzyka	Z uwzględnieniem ryzyka Wart. bieżąca netto (NPV)	Bez uwzględnienia ryzyka Wart. bieżąca netto (NPV)
	rezerwy		rezerwy		rezerwy				
	(mmboe)	(%)	(mmboe)	(%)	(mmboe)	(USD/boe)	(mln USD)	(p/akcję)	(p/akcję)
Wydobycie z kluczowych złóż	1.1	62.5%	0.7	100%	0.7	3.5	2.3	0.6	0.6
Zagospodarowanie kluczowych złóż	40.1	50.0%	20.1	75%	15.1	4.8	71.8	19.8	26.4
Gotówka netto + kapitał obrotowy							12.8	3.5	3.5
Core NAV	41.2	50.3%	20.7	75.8%	15.7	5.5	87.0	24.0	30.6
Struktura Voitel	50.0	34%	16.9	10%	1.7	17.3	23.2	6.4	79.1
Eksploracja: pozostałe	14.3	37%	5.3	23%	1.2	3.9	4.7	1.3	9.5
NAV z uwzględnieniem ryzyka	64.3	34.6%	22.2	13.1%	2.9	9.6	28.0	7.7	88.6
NAV razem	105.5	40.7%	43.0	43.4%	18.6	6.2	115.0	31.8	119.2

Źródło: Jefferies International Ltd.

Ryzyko

- Biorąc pod uwagę fakt, iż na strukturze Siekierki wykonano tylko jeden nowy odwiert pionowy, mamy nadal do czynienia ze znacznym ryzykiem natury technicznej typowym dla złóż gazu skupionego (segmentacja, nierówna jakość złoża, przedostawanie się wody), które może obniżyć wycenę zasobów. W celu zminimalizowania ww. ryzyka na 2010 r. zaplanowano przeprowadzenie wierceń i długoterminowych testów wydobywania na dwóch otworach poziomych, co zwiększy ilość posiadanych przez Aurelian danych na temat złoża i określi potencjał komercyjny pola przed podjęciem decyzji o pełnym jego zagospodarowaniu.
- W związku z kryzysem finansowym pozyskanie kapitału przez małe firmy zajmujące się eksploracją i wydobywaniem stało się trudne (a jeśli możliwe, to bardziej kosztowne). Dotyczy to szczególnie spółek, których działalność skupia się wokół eksploracji i oceny złóż. Choć Aurelian w maju br. udało się pozyskać 12 mln £ na sfinansowanie programu eksploracji przez uplasowanie akcji, partner spółki wycofał się z projektu Siekierki, pozostawiając niesfinansowany udział wynoszący 45 mln € nakładów inwestycyjnych przewidzianych na rok 2010. Prowadzone są negocjacje w celu pozyskania zastępczego partnera, jednak warunki umowy mogą okazać się mniej korzystne, a to odbiłoby się niekorzystnie na wskaźniku Core NAV.
- Wiele krajów Europy Środkowej i Wschodniej posiada znaczną kontrolę nad sektorem surowców naturalnych. Mimo inicjatyw mających na celu zachowanie zgodności z przepisami UE obowiązują taryfy, które utrzymują ceny poniżej poziomów na wolnych rynkach. Chociaż ceny zbliżyły się w pewnym stopniu do wolnorynkowych, nie ma gwarancji, że będą nadal rosły, co może prowadzić do ograniczenia zyskowności eksploatacji mniejszych struktur. Co więcej, wiele umów rozliczana jest w lokalnych walutach, narażając Aurelian na potencjalne ryzyko związane z różnicami kursowymi.

ILUSTRACJA 2: TABELA PORÓWNAWCZA

Spółka	Skrót	Rekomendacja	pkt (0,01 GBP)	Zamknięcie (0,01 GBP)	Wzrost/ Spadek	Wartość rynkowa (mln \$)	Core NAV (0,01 GBP)	Różnica w stosunku do Core NAV	NAV razem (0,01 GBP)	Różnica w stosunku do NAV razem NAV	Atuty	Słabe punkty
Afren	AFR LN	Trzymaj	53.0	58.0	-8.6%	685	66.9	-13.3%	97.5	-40.5%	Relacje wśród kierownictwa	Ryzyko związane z zagospodarowaniem
											Możliwość wzrostu poprzez fuzje/przejęcia	
											Pozbawiony ryzyka potencjał zwyżki	
Aurelian	AUL LN	Kupuj	19.0	13.5	40.7%	52	24.0	-43.8%	31.8	-57.5%	Relacje wśród kierownictwa	Ryzyko związane z finansowaniem
											Umiejętności techniczne	Ryzyko związane z oceną
											Operator aktywów	Ryzyko związane z zagospodarowaniem
											Korzystna wycena	Ceny gazu
											Pozbawiony ryzyka potencjał zwyżki	
Cairn Energy	CNE LN	Kupuj	2,600.0	2,500.0	4.0%	5,675	3,283.1	-23.9%	3,357.9	-25.5%	Dobry bilans	Ryzyko związane z zagospodarowaniem
											Potencjał przepływów pieniężnych	Ograniczone czynniki stymulujące
											Korzystna wycena	
Dana Petroleum	DNX LN	Trzymaj	1,000.0	1,504.0	-33.5%	2,263	1,217.6	23.5%	1,736.5	-13.4%	Dobry bilans	Nie jest operatorem aktywów
											Portfel eksploracji	Brak wzrostu wydobycia w latach 2010–11
Northern Petroleum	NOP LN	Kupuj	153.0	132.0	15.9%	172	191.6	-31.1%	324.1	-59.3%	Dobry bilans	Ryzyko związane z zagospodarowaniem
											Potencjał przepływów pieniężnych	Powodzenie wydzierżawionych udziałów w złożach
											Model przedsiębiorstwa zakłada niskie ryzyko	Ograniczone doradztwo
											Wzrost wartości eksploracji we Włoszech	Płynność akcji
											Korzystna wycena	
Premier Oil	PMO LN	Kupuj	1,150.0	1,378.0	-16.5%	2,605	1,445.0	-4.6%	1,695.7	-18.7%	Dobry bilans	Ryzyko związane z zagospodarowaniem
											Planowane fuzje/przejęcia	Doświadczenie w eksploracji
											Potencjał eksploracyjny w Azji	
											Korzystna wycena	
Tullow Oil	TLW LN	Trzymaj	800.0	1,078.0	-25.8%	14,263	616.2	74.9%	1,031.9	4.5%	Kierownictwo	Ryzyko związane z zagospodarowaniem

Emerald Energy	EEN LN	Kupuj	750.0	738.5	1.6%	763	862.8	-14.4%	1,109.2	-33.4%
----------------	--------	-------	-------	-------	------	-----	-------	--------	---------	--------

Ocena „Premium” eksploracji w Ghanie i Ugandzie	
Planowane fuzje/przejęcia	
Dobry bilans	Płynność akcji
Zwyżka związana z oceną pola Capella	Ryzyko związane z oceną
Potencjał eksploracyjny w Syrii	Korzystna wycena

Źródło: Jefferies International Ltd.

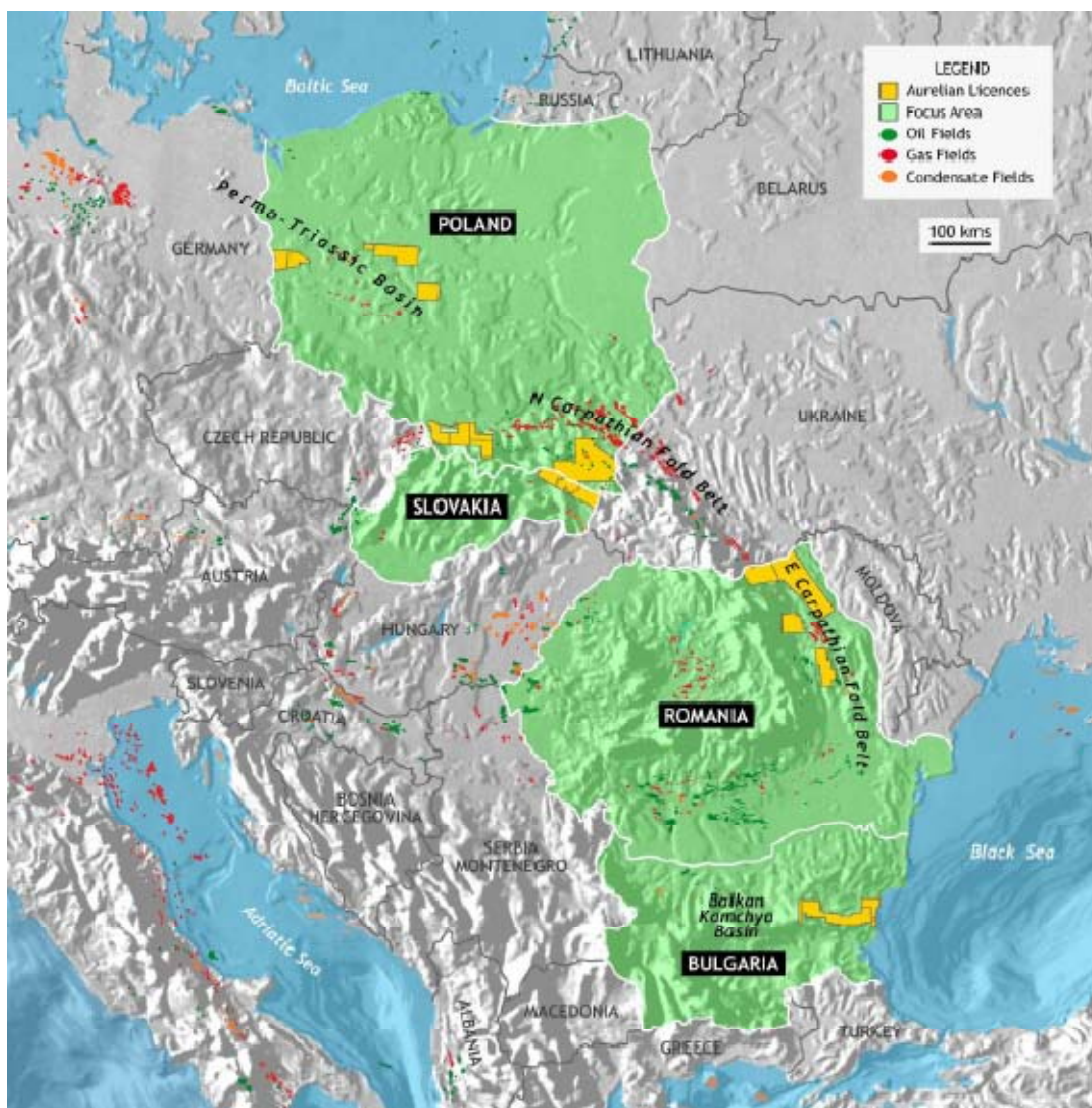
Podsumowanie informacji o Spółce

Aurelian to firma zajmująca się eksploracją i wydobywaniem, która koncentruje swoją działalność na krajach Europy Środkowej, takich jak Bułgaria, Polska, Rumunia czy Słowacja. Posiada ona łącznie 20 koncesji, na których prowadzi głównie eksplorację i ocenę złóż w szeregu systemów, w których potwierdzono występowanie zasobów. Koncesje te znajdują się w regionach, w których wcześniej wykryto węglowodory lub w których prowadzono już ich wydobywanie, jednak nie przeprowadzono dotychczas ich pełnej eksploracji. Firma zamierza prowadzić agresywny program eksploracji z wykorzystaniem swoich sprawdzonych możliwości technicznych, doświadczonej kadry kierowniczej w każdym z ww. krajów oraz kluczowych lokalnych relacji. Istotny jest fakt, iż Aurelian jest operatorem większości swoich koncesji i pozostaje w pełni sfinansowana aż do chwili obecnej, po pozyskaniu 11,6 mln £ brutto przez uplasowanie akcji w maju br.

Głównym składnikiem aktywów Aurelian jest 90% udziałów operacyjnych w dużym, niezagospodarowanym polu gazu skupionego Siekierki w Polsce. Zasoby warunkowe szacuje się na 204bcf, a pełne zagospodarowanie może rozpocząć się w 2011 r, o ile długoterminowy test wydobywania przewidziany na rok 2010 zweryfikuje opłacalność tego przedsięwzięcia. Aurelian wydzierżawia 40% swoich udziałów w polu, aby wspomóc sfinansowanie próby wydobywania. Możliwe jest również dalsze zmniejszenie swoich udziałów w celu zmniejszenia swojej części kosztów pełnego zagospodarowania.

Aurelian posiada kilka mniejszych pól gazu w Rumunii, z których prowadzi wydobywanie oraz trzy niedawno odkryte struktury, jednak ograniczone rezerwy oraz niewielkie wydobywanie sprawiają, że główny nacisk kładzie się nadal na eksplorację. Działalność spółki w Bułgarii i na Słowacji koncentruje się całkowicie na eksploracji.

ILUSTRACJA 3: KONCESJE AURELIAN



Źródło: Aurelian

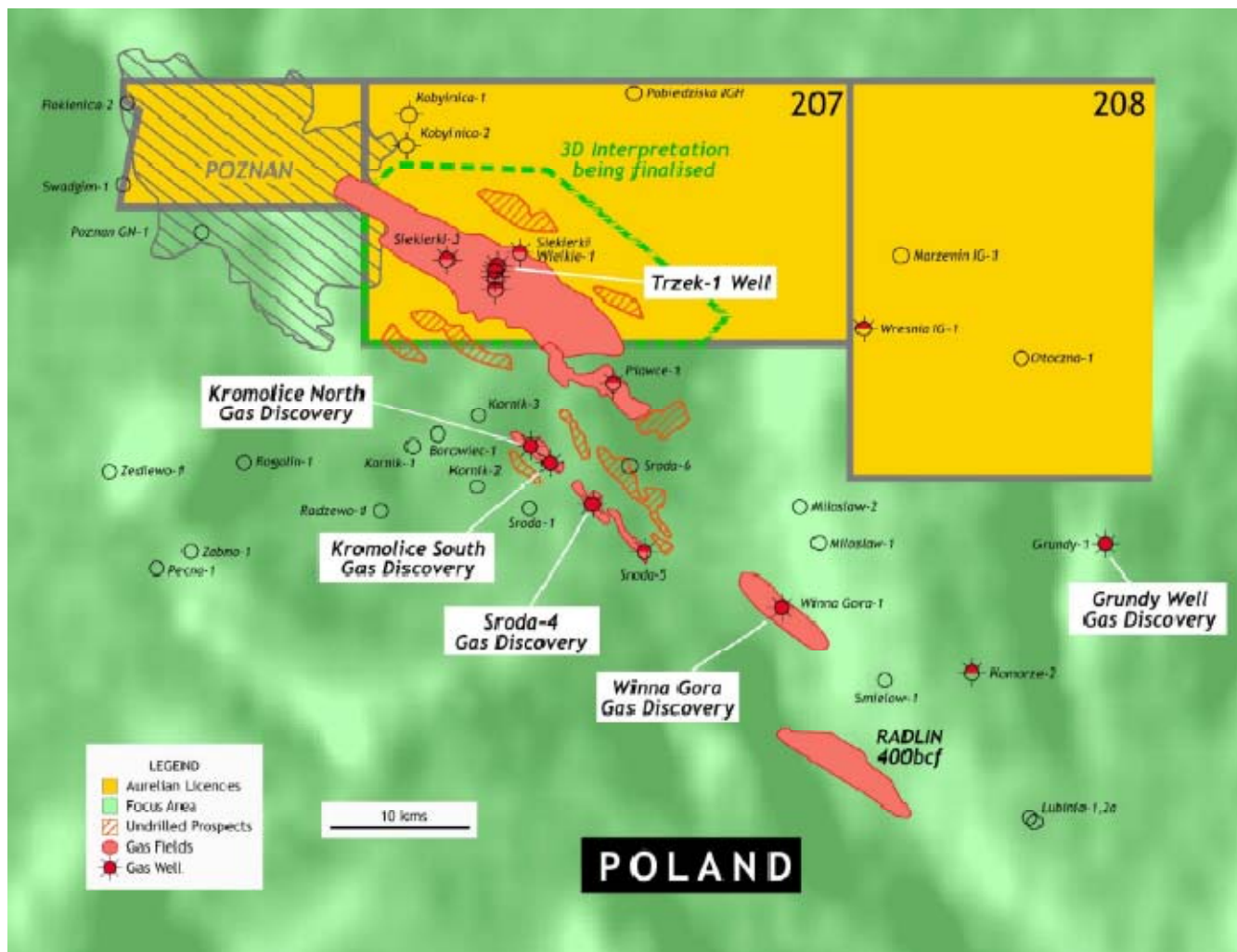
Kluczowe aktywa

Polska

Struktura Siekierki

Niezagospodarowane pole Siekierki to najważniejszy z aktywów Aurelian; jego większa część znajduje się w bloku Poznań Wschód, ale rozciąga się ono również na blok Poznań Północ w kierunku zachodnim oraz południowym. Aurelian posiada 90% udziałów operacyjnych zarówno w Bloku Poznań Wschód, jak i Poznań Północ, chociaż poszukuje partnera w celu sfinansowania długoterminowej próby wydobycia przed pełnym zagospodarowaniem pola. Pole odkryte w latach 70-tych i oceniono poprzez wykonanie trzech kolejnych otworów, które wykazały obecność gazu, ale również skupioną naturę złoża. Ówczesne ograniczenia techniczne uniemożliwiły przeprowadzenie prób przy parametrach komercyjnych, a pole nie zostało zagospodarowane. Ponad 20 lat później opracowano i sprawdzono nowe technologie wiercenia i szczelinowania, które zdaniem Aurelian umożliwią wydobycie na komercyjną skalę.

ILUSTRACJA 4: POLE SIEKIERKI



Źródło: Aurelian

Ponieważ w pierwotnie nawierconych otworach doszło do uszkodzeń, w 2007 r. firma Aurelian wykonała odwiert rozpoznawczy Trzek-1, aby uzyskać więcej informacji o złożu. Badanie za pomocą sond typu „electric log” wykazało wysokie stężenie gazu w 89-metrowej kolumnie w pokładach czerwonego spągowca i potwierdziło dobry i średni stopień porowatości oraz niską przepuszczalność. Po stymulacji szczelinowej stwierdzono w otworze wypływ rzędu 2,5 mmcf dziennie. Nie jest to wartość duża, ale wystarczająca, aby założyć możliwość uzyskania wyższych natężeń wypływu z otworów poziomych przy wielokrotnym szczelinowaniu i komercyjnego zagospodarowania złoża.

Na podstawie ww. wyników RPS Energy sporządziła raport ekspertów, który oszacował zasoby warunkowe na 211 bcf. Nowsze interpretacje danych z badań sejsmicznych 3D przeprowadzonych w 2008 r. wskazały na znacznie większy rozmiar struktury niż pierwotnie zakładano. Na ich podstawie Aurelian zwiększył swoje oszacowania ilości

gazu w złożu odpowiednio o 41% (do 513 bcf) w wariancie P50 oraz 119% (do 1 061 bcf) w wariancie P10. Zaskakujący jest fakt, iż zasoby warunkowe zmniejszono do 204 bcf, jednak uwzględniają one trzy otwory mniej niż w planie zagospodarowania P50. Korekta ta wskazuje na 33% wzrost ilości zasobów warunkowych na pojedynczy otwór, a ta bardziej optymistyczna interpretacja poparta jest 68% wzrostem w potencjale P10 do 570 bcf. Co znamienne, pomimo ww. wzrostu możliwa jest dodatkowa wyżka po uzyskaniu większej ilości danych o bocznych odnogach złoża przez odwierty konturujące i zbadaniu potencjału wydobywania z otworów poziomych za pomocą wielokrotnego szczelinowania, choć obszary o wyjątkowo niskiej przepuszczalności i fragmentacji złoża stwarzają pewne ryzyko spadku wartości.

ILUSTRACJA 5: POLE SIEKIERKI

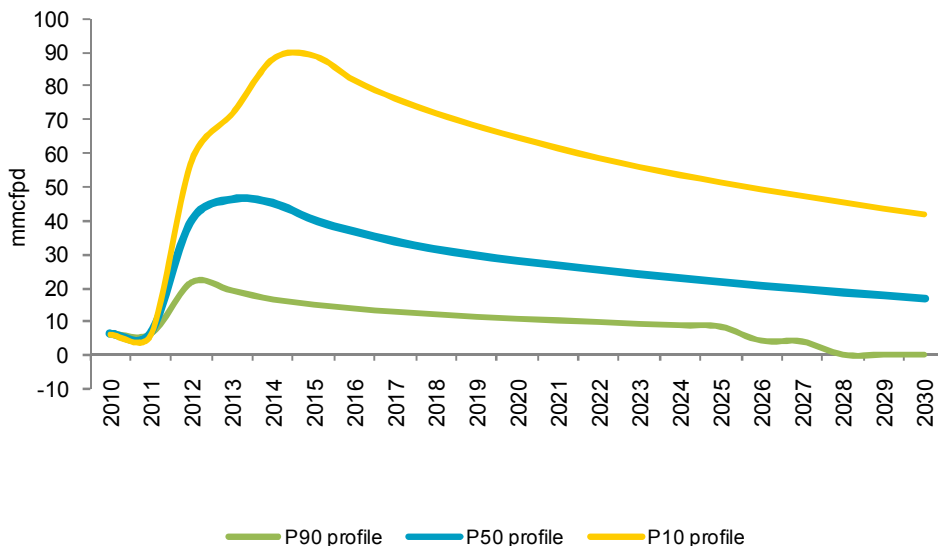
	P90	P50	P10
Ilość gazu w złożu			
2008 wg raportu ekspertów (RPS Energy)	261	364	485
Bieżąca wartość (Aurelian)	163	513	1061
Zasoby warunkowe			
2008 wg raportu ekspertów (RPS Energy)	117	211	340
Bieżąca wartość (Aurelian)	58	204	570
Współczynnik odzysku			
2008 wg raportu ekspertów (RPS Energy)	45%	58%	70%
Bieżąca wartość (Aurelian)	36%	40%	54%
Liczba otworów udostępniających			
2008 wg raportu ekspertów (RPS Energy)	8	11	12
Bieżąca wartość (Aurelian)	4	8	14
Zasoby warunkowe na otwór			
2008 wg raportu ekspertów (RPS Energy)	15	19	28
Bieżąca wartość (Aurelian)	15	26	41

Źródło: Aurelian, Jefferies International Ltd.

W celu zawężenia zakresu zasobów warunkowych i umożliwienia podjęcia decyzji o pełnym zagospodarowaniu, w 2010 r. Aurelian planuje wykonać dwa otwory w dwóch różnych segmentach struktury. Jeśli wyniki uzyskane z pierwszego otworu (który ma zostać wywiercony w 1. kwartale) spełnią oczekiwania, zostaną wybudowane trwałe instalacje, a nawiercenie drugiego umożliwi wydobywanie z obu otworów i sprzedaż gazu do lokalnej sieci niskociśnieniowej. Sprzedaż gazu rozpocznie się prawdopodobnie w drugiej połowie 2010 r.; jednak ponieważ potencjał obu odwiertów nie jest jeszcze znany, gaz będzie początkowo sprzedawany bez gwarancji, co skutkuje zwykle cenami poniżej rynkowych. Ceny powinny ulec poprawie w miarę ustabilizowania się sprzedaży gazu do średniego poziomu 5,5 mmcf dziennie, chociaż zmienność lokalnego popytu może prowadzić do znacznych wahań cen.

O ile wyniki będą zgodne z oczekiwaniami, na 2011 r. zaplanowano rozpoczęcie pełnego zagospodarowania pola, zakładającego wywiercenie dwóch poziomych otworów na rok aż do 2014. Wariant P50 przewiduje wykonanie ośmiu odwiertów w celu uzyskania szczytowego wydobywania rzędu 55 mmcf dziennie przy przetwarzaniu i dystrybucji za pośrednictwem sieci krajowej. Poniższy wykres przedstawia nasze prognozy wydobywania dla wariantów P90, P50 i P10 w zależności od liczby odwiertów planowanych przez Aurelian.

ILUSTRACJA 6: PROFIL WYDOBYCIA Z POLA SIEKIERKI



Źródło: Jefferies International Ltd.

EN	PL
mmcfpd	mmcfpd
P90 profile	profil P90

Zgodnie z przepisami UE polski rynek został zderegulowany, co pozwoliło Aurelian na swobodną sprzedaż wydobywanego gazu, jednak w związku z pozycją monopolisty PGNiG nadal utrzymują się taryfy obowiązujące zarówno w sprzedaży hurtowej, jak i detalicznej. Choć taryfy te są systematycznie rewidowane, ceny gazu kształtują się na ogół poniżej cen wolnorynkowych. Połączenie z międzynarodowymi cenami ropy zapewniają dostawy gazu z Rosji, zasilające 2/3 rynku. Eksploatacja struktury umożliwi Aurelian uczestnictwo w rynku poprzez sprzedaż PGNiG gazu z dużą zniżką w stosunku do ceny referencyjnej lub osłabienie pozycji PGNiG przez bezpośrednią sprzedaż klientom przemysłowym przy zastosowaniu mniejszej zniżki.

Szacujemy, że Aurelian uzyska cenę 6 \$/mcf, co poparte jest ceną 5,92 \$ za mcf oferowaną przez FX Energy (FXEN, 4,5 \$, NC) w 2008 r. nawet mimo bezpośredniej sprzedaży dla PGNiG. W oparciu o te założenia oceniamy, że projekt przekroczy próg rentowności w 2012 r., a koszty inwestycji zwrócą się w 2015 r., generując 21% wewnętrznej stopy zwrotu (IRR) (33% IRR netto po uwzględnieniu udziału w kosztach). Istotny jest fakt, iż przy korzystnych warunkach podatkowych (opłata eksploracyjna 1%, 19% podatku CIT), bieżąca wartość netto projektu jest niezwykle podatna na ceny gazu, co może zapewnić znaczący wzrost wyceny w przypadku zrównania się cen polskich z europejskimi. W tym wariantcie wskaźnik NAV bez uwzględnienia ryzyka dla pola Siekierki wzrasta o 52% do 146 mln \$ lub do 40,3 p na akcję.

ILUSTRACJA 7: PODATNOŚĆ WSKAŹNIKA NAV (MLN \$) NA CENY GAZU I OBNIŻONE STAWKI

	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0
8%	52.0	69.0	86.0	103.0	120.0	137.0	154.0	171.0	188.0
9%	44.0	59.8	75.6	91.4	107.2	123.0	138.8	154.6	170.4
10%	36.9	51.6	66.4	81.1	95.8	110.5	125.2	139.9	154.6
11%	30.6	44.4	58.1	71.8	85.6	99.3	113.1	126.8	140.5
12%	25.0	37.9	50.7	63.6	76.4	89.3	102.1	115.0	127.8
13%	20.0	32.1	44.1	56.2	68.2	80.3	92.3	104.4	116.4
14%	15.6	26.9	38.2	49.6	60.9	72.2	83.5	94.8	106.1
15%	11.6	22.3	32.9	43.6	54.2	64.9	75.5	86.1	96.8

Źródło: Jefferies International Ltd.

Biorąc pod uwagę korzystne zwroty przedstawione powyżej, zaskakujący jest fakt, iż sfinansowanie zagospodarowania pozostaje jednym z głównych problemów. W chwili obecnej Aurelian zamierza wydzierżawić 40% udziałów operacyjnych w zamian za pokrycie większości nakładów kapitałowych potrzebnych do przeprowadzenia długoterminowej próby wydobywania. W listopadzie 2008 r. zawarto z firmą Canamens umowę, zgodnie z którą miała ona zapewnić konieczne środki (80% z 90-procentowego udziału Aurelian w nakładach

kapitałowych, ograniczone do 40 mln), jednak w związku z kryzysem finansowym firma zrewidowała swoją strategię i wycofała się z projektu. Zakładamy, że Aurelian prowadzi negocjacje z szeregiem potencjalnych partnerów, a przed końcem lata zostanie ogłoszone zawarcie umowy na podobnych warunkach z nowym partnerem. Przecignięcie się tego procesu poza 4. kwartał opóźniłoby termin pierwszego wydobycia i zmusiłoby Aurelian do rozpatrzenia innych sposobów finansowania.

Zakładając, że długoterminowy test wydobycia przebiegnie pomyślnie i zostanie podjęta decyzja o pełnym zagospodarowaniu, Aurelian będzie musiał pokryć swoją część nakładów kapitałowych, która zgodnie z 50% udziałem operacyjnym może wynieść ok. 100 mln \$. Przedsięwzięcie to będzie z pewnością wymagało pozyskania środków z zewnątrz, m.in. przez kredyt i emisję akcji, ale również drogą dalszego wydzierzawiania.

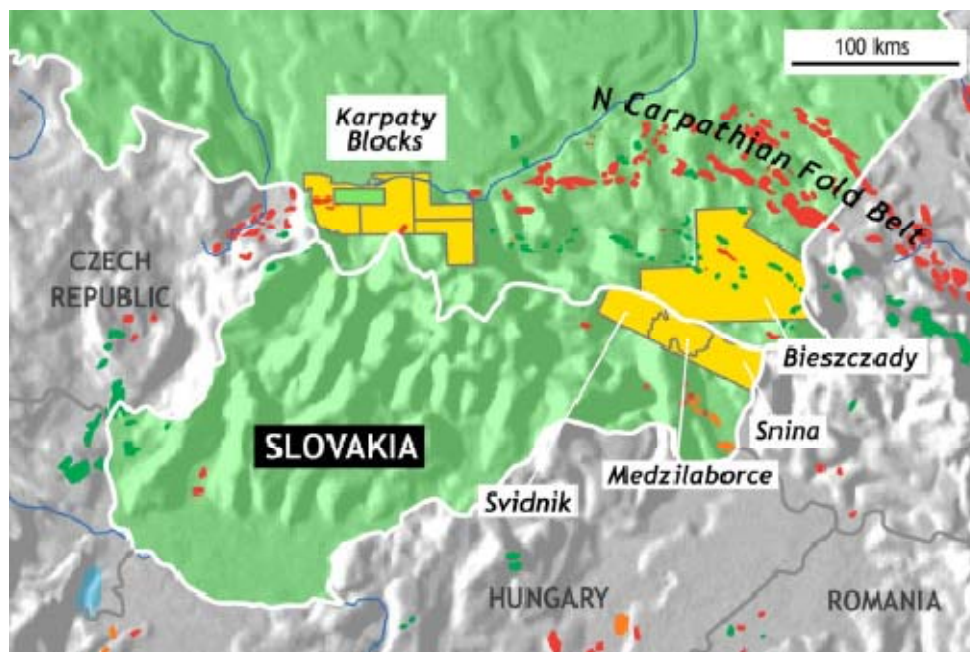
Eksploracja: Polska/Słowacja

Aurelian ubiega się o szereg koncesji po obu stronach granicy polsko-słowackiej w pobliżu północno-karpackiego pasa orogenicznego, które posiadają znaczny potencjał umożliwiającą długoterminową eksplorację. Na obszarze tym wykryto w ciągu ostatnich 150 lat wiele złóż ropy i gazu, ale mimo długiej tradycji poszukiwań eksploracja głębiej położonych horyzontów była ograniczona. Większości odkryć dokonano na niewielkich głębokościach. Ponieważ dodatkowo brakuje wyczerpujących danych sejsmicznych tego obszaru (w blokach Bieszczady istnieje jedynie sześć linii), Aurelian uważa, że jest on w niewystarczającym stopniu rozpoznany.

W celu wytyczenia struktur nadających się do wierceń w 2009 r. na blokach Bieszczady zostanie przeprowadzone nowe badanie sejsmiczne 2D. Wstępne wyniki są podobno bardzo obiecujące. Wiercenia rozpoczną się w 2010 r., a według PGNiG, operatora koncesji, potencjał obszaru wynosi 300 mln baryłek przeliczeniowych ropy. Aurelian posiada również 50% udziałów operacyjnych w trzech przyległych koncesjach, znajdujących się na południe. Są one położone na terenie Słowacji i charakteryzują się atrakcyjniejszymi warunkami podatkowymi (15% podatku dochodowego i brak opłat eksploatacyjnych), chociaż – biorąc pod uwagę większą odległość od północno-karpackiego pasa orogenicznego – mogą okazać się mniej bogate w zasoby. Warto również wspomnieć o szeregu powierzchniowych wycieków ropy, przypadków wykrycia gazu oraz analogicznych strukturach, które uzasadniają dalszą eksplorację. Na 2010 r. zaplanowano drugi program sejsmiczny, mający na celu redukcję ryzyka związanego ze strukturami przed ich ewentualnym nawierceniem.

Aurelian otrzymał 100% udziałów w blokach Karpaty Zachodnie, położonych na zachód na tej samej rozciągłości. Nie przeprowadzono dotychczas dostatecznej eksploracji obszaru, ale odkrycia gazu na wschód i na zachód wskazują jego znaczne potencjalne ilości. Przewidujemy, że Aurelian wydzierzawi znaczną część tego obszaru przed przystąpieniem do jakiegokolwiek programu prac.

ILUSTRACJA 8: PÓŁNOCNO-KARPACKI PAS OROGENICZNY



Źródło: Aurelian

Rumunia

Wydobycie

Swoją działalność w Rumunii Aurelian prowadzi w północno-wschodniej części kraju, gdzie posiada cztery koncesje. Od 2006 r. zagospodarowano szereg niewielkich złóż na koncesji Brodina (62,5% udz. oper.), a średnie wydobycie z pięciu otworów wynosi obecnie 3,5 mmcf dziennie. Gaz jest przetwarzany w zakładzie Bilca (Aurelian 60%, Romgaz 40%) i sprzedawany z niewielką zniżką w stosunku do rumuńskiej ceny referencyjnej (4–5 \$/mcf).

Budowa instalacji przetwarzania Bilca została sfinansowana za pomocą kredytu podporządkowanego na sumę 4 mln USD uzyskanego od Gemini. Wysokość spłaty zależy od przychodu brutto, który przynosi wydobycie z kilku istotnych aktywów w obszarze wydobywania Brodina. Warunki kredytu przewidują, że Aurelian spłaci Gemini 50%–55% udziału w przychodach (wg pierwotnie posiadanych 28,75% udziałów operacyjnych, a nie uzyskanych później 33,75%), aż zostanie spłacone 10 mln \$ (4 mln \$ kredytu plus 250% dopłaty). Według obecnych założeń Aurelian szacuje, że istniejące potwierdzone zasoby będą niewystarczające, aby spłacić pełną kwotę, a pozostała jej część będzie spłacona z przychodów wytworzonych dzięki zasobom odkrytym na koncesji Brodina w przyszłości.

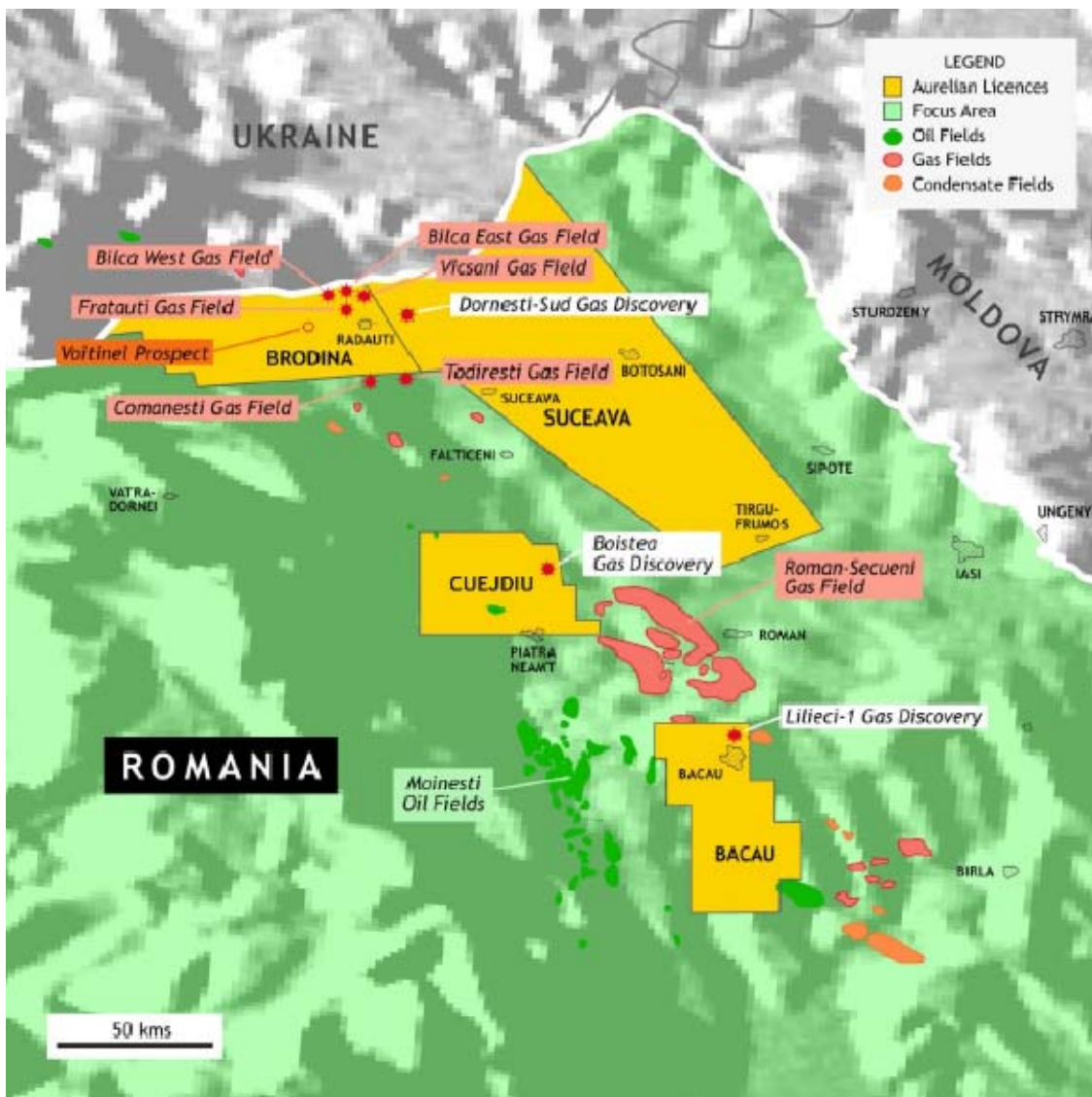
Eksploracja

Pierwotnie Aurelian zamierzała nawiercić niewielkie, płytkie nagromadzenie gazu w koncesji Brodina, a odniosła względny sukces, dokonując czterech odkryć. W 2007 r. działalność eksploracyjną przeniosła się na koncesje Suceava (50% udz. oper.) i Cujejdiu (45% udz. oper.); w obu z nich dokonano odkrycia złóż. Boistea-1 i Dornesti-1 są zbliżone w skali do złóż w koncesji Brodina i w związku z niewielkimi rezerwami (po 1 bcf), lokalizacją i słabym wypływem (1 mmcf/d na otwór) zostaną zagospodarowane jako małe projekty energetyczne. W 2008 r. wykonano kolejne 3 otwory, co doprowadziło do odkrycia dwóch niewielkich złóż (Fractauti-2 i Vicsani-1) w koncesji Brodina (które zostały podłączone do instalacji przetwarzającej Bilca) oraz potencjalnie większego złoża (Lilieci-1) w koncesji Bacau (41% udz. oper.).

Otwór Lilieci wywiercono do głębokości 2 980 m i wykryto sprężony gaz między głębokością 1 750 a 2 980 m. Zbadano dwa przedziały głębokości, odkrywając 10 m złoża leżące w trzech strefach w zakresie od 2 412 m do 2 584 m. Wydobycie określono na 4,6 mmcf dziennie, przy czym z głębszego przedziału (2 846–2 915 m) nie uzyskano gazu w komercyjnych ilościach. W związku z niepewnością co do rozmiaru złoża (3–20 bcf) firma Europa Oil & Gas (EOG LN, 8,75 p, NC), którą Aurelian przeprowadziła częściowo przez etap wiercenia i testowania, postanowiła nie brać udziału w etapach wyceny ani zagospodarowania, zwiększając udziały operacyjne Aurelian w strukturze Lilieci do 60%.

Mimo to firma Aurelian jest przekonana, że ocena złóż potwierdzi obecność średnich zasobów w ilościach zbliżonych do górnej granicy ww. zakresu. Czas wiercenia drugiego otworu zależy od wyników z odwiertu eksploracyjnego Bogdanesti, obecnie wykonywanego przez Romgaz w sąsiedniej koncesji. Struktura Bogdanesti jest zbliżona do Lilieci. Powodzenie jej eksploracji zredukowałoby ryzyko związane z innymi strukturami (Schineni i Siretu) leżącymi na tej samej rozciągłości w koncesji Bacau, a w rezultacie w 2010 r. zostałyby wykonane co najmniej jeden odwiert. Wypracowanie większej bazy zasobów i potwierdzenie geologicznego potencjału obszaru leżącego wokół struktury umożliwiłoby podjęcie decyzji o wybudowaniu instalacji przetwarzania i rurociągu gazowego.

W pozostałych lokalizacjach w Rumunii nastąpiła zmiana dotycząca metod eksploracji: przyszłe odwierty będą miały na celu osiągnięcie głębokich i większych struktur pod nasunięciami. Najbardziej zaawansowana struktura znajduje się w koncesji Brodina, w której Aurelian posiada 33,75% udziałów w obszarze eksploracji. Voitinel to rozległa struktura położona pod osuwiskiem, mająca postać pułapki złożowej ograniczonej 4 uskokami na głębokości 2000 m. Znajduje się na tej samej rozciągłości, co pola leżące na granicy z Ukrainą. Zakładając niski koszt suchego odwiertu i potencjał wyższy 50 mln baryłek, jest możliwe, że odwiert może okazać się przełomowy dla firmy, chociaż ryzyko wystąpienia gazu przyczyniłoby się do zmniejszenia jego wartości. Wiercenia rozpoczną się pod koniec sierpnia i zajmą 45 dni.



Źródło: Aurelian

Bułgaria – eksploracja

Aurelian posiada 30% udziału w rozległych koncesjach eksploracyjnych B-Golitza i B1-Golitza po wydzierżawieniu pozostałej części firmom JKX (2005) i Sorgenia (2009). Umowę dzierżawy z firmą Sorgenia zawarto w kwietniu. Obejmuje ona pokrycie 2,4 mln \$ kosztów badania sejsmicznego 3D oraz do 0,675 mln \$ kosztów pierwszych dwóch odwiertów eksploracyjnych. Dane z badania sejsmicznego 3D uzyskano pod koniec 2008 r. Obecnie są one przetwarzane w celu rozpoznania struktur przed programem eksploracyjnym, który rozpoczyna się w 2010 r. i uwzględni wykonanie 2 otworów.

Po suchym odwiercie Golitza wykonanym w 2007 r. skupiono się na poszukiwaniach mniejszych złóż we wschodniej części obszaru, z którymi związane jest mniejsze ryzyko. W latach 50-tych i 60-tych odkryto tu szereg mniejszych złóż, co potwierdza obecność produktywnego systemu węglowodorów i znacznie obniża ryzyko eksploracyjne. Podczas analizy danych z badania sejsmicznego 2D w płytkich piaskach trzeciorzędowych wykryto kilka struktur, które mogą potencjalnie zawierać 50 bcf zasobów.

Wycena

Łączny wskaźnik NAV dla Aurelian wynosi 31,8 p na akcję. Składa się na niego wskaźnik Core NAV wynoszący 24,0 p na akcję oraz NAV wynoszący 7,7 p na akcję z uwzględnieniem ryzyka. Większość wskaźnika Core NAV odzwierciedla wartość pola Siekierki (19,8 p na akcję), a mniejsze wartości dotyczą obszaru wydobywania Bilca w Rumunii (0,6 p na akcję) oraz gotówki netto po uwzględnieniu kapitału obrotowego (3,5 p na akcję). Według naszych oszacowań samo pole Siekierki jest warte znacznie więcej niż obecna cena akcji, zakładając, że uda się

wypracować umowę na podobnych warunkach, jak w przypadku umowy z Canamens; pełna redukcja ryzyka (z 75%) zwiększa tę zwyżkę do 127%.

Chociaż zagospodarowywane pole Siekierki stanowi najważniejszą część jej aktywów, spółka Aurelian pozostaje firmą skupioną na eksploracji, która do swojej działalności pozyskała duży obszar w Europie Środkowej. Na ogół nie uwzględniamy obszarów we wskaźniku NAV, chociaż uznajemy, że stanowią one (np. w przypadku koncesji w regionie północno-karpackiego pasa orogenicznego) kluczowe składniki strategii rozwoju Aurelian, a ich rozwój nastąpi po ukończeniu wstępnych prac eksploracyjnych. W miejscach, w których wykryto struktury, zaplanowano programy wierceń lub dokonano odkryć, wartość uwzględnia ryzyko i odzwierciedla potencjalne zwyżki osiągalne w najbliższej przyszłości.

Większość tej wartości przypisujemy obszarom Aurelian w Rumunii, wartym 6,9 p na akcję i obejmującym złożę Lilieci oraz trzy nienawiercone struktury. Największą z nich jest struktura Voitinel oszacowana na 50 mln baryłek, w której wiercenia zaplanowane są na dalszą część bieżącego roku i z którą związana jest zwyżka rzędu 79,1 p na akcję. Na pozostałą wartość wskaźnika NAV z uwzględnieniem ryzyka składa się program eksploracji w Bułgarii przewidziany na 2010 r i zakładający wykonanie dwóch odwiertów. Przy braku konkretnych celów eksploracji oszacowaliśmy każde ze złóż na 25 bcf i zastosowaliśmy 10% czynnik ryzyka. Ich łączna wartość wynosi 0,8 p na akcję. Związana jest z nimi zwyżka wynosząca 8,0 p na akcję po zredukowaniu ryzyka.

ILUSTRACJA 10: WARTOŚĆ AKTYWÓW NETTO

Pole/Struktura	Kraj		Rezerwy brutto bez uwzgl. ryzyka	Kapitał	Rezerwy netto bez uwzględnienia ryzyka	Czynnik ryzyka	Rezerwy netto z uwzględnieniem ryzyka	Wart. bieżąca netto (NPV)	NPV z uwzględnieniem ryzyka	NPV z uwzględnieniem ryzyka	Bez uwzględnienia ryzyka
			(mmboe)	(%)	(mmboe)	(%)	(mmboe)	(USD/boe)	(mln USD)	(p/akcję)	(p/akcję)
Bilca	Rumunia	Wydobycie	1.1	62.5%	0.7	100%	0.7	4.0	2.3	0.6	0.6
Core NAV (wydobycie)		Wydobycie	1.1	62.5%	0.7	100%	0.7	3.5	2.3	0.6	0.6
Siekierki	Polska	Zagospodarowanie	40.1	50.0%	20.1	75%	15.1	4.8	71.8	19.8	26.4
Core NAV (zagospodarowanie)		Zagospodarowanie	40.1	50.0%	20.1	75%	15.1	4.8	71.8	19.8	26.4
Dług netto									11.7	3.2	3.2
Kapitał obrotowy									1.1	0.3	0.3
Core NAV			41.2	50.3%	20.7	76%	15.7	5.5	87.0	24.0	30.6
Lilieci	Rumunia	Ocena	2.2	60.0%	1.3	50%	0.7	1.9	1.3	0.4	0.7
Schineni	Rumunia	Eksploracja	1.7	41.0%	0.7	20%	0.1	1.9	0.3	0.1	0.4
Siretu	Rumunia	Eksploracja	1.7	41.0%	0.7	20%	0.1	1.9	0.3	0.1	0.4
Voitinel	Rumunia	Eksploracja	50.0	33.8%	16.9	10%	1.7	17.3	23.2	6.4	79.1
Struktura 1	Bułgaria	Eksploracja	4.3	30.0%	1.3	10%	0.1	11.2	1.5	0.4	4.0
Struktura 2	Bułgaria	Eksploracja	4.3	30.0%	1.3	10%	0.1	11.2	1.5	0.4	4.0
NAV z uwzględnieniem ryzyka			64.3	34.6%	22.2	13%	2.9	9.6	28.0	7.7	88.6
NAV razem			105.5	40.7%	43.0	43%	18.6	6.2	115.0	31.8	119.2

Źródło: Jefferies International Ltd.

Sprawy finansowe

ILUSTRACJA 11: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

mln €	2008	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)	2011E (koniec roku)
Przychód	1.9	2.8	3.3	5.1
Koszty operacyjne	-0.9	-1.1	-1.6	-1.9
Zużycie, deprecjacja i amortyzacja	-0.1	-0.2	-0.9	-1.6
Odpisy nadzwyczajne	-2.9	0.0	0.0	0.0
Koszt własny sprzedaży	-4.1	-1.2	-2.5	-3.5
Administracja	-3.9	-2.5	-2.5	-2.5
Straty związane z eksploracją	-0.3	0.0	0.0	0.0
Inne dochody	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk z działalności gospodarczej	-6.5	-1.0	-1.6	-0.9

Odsetki netto	0.5	0.2	-0.1	-0.5
Różnice kursowe	1.6	0.0	0.0	0.0
Pozycje nadzwyczajne (niezwiązane z działalnością gosp.)	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	-4.4	-0.7	-1.8	-1.3
Opodatkowanie	0.0	0.0	0.0	-0.8
Zysk netto	-4.4	-0.7	-1.8	-2.0
Udziały mniejszościowe	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto przypadający akcjonariuszom	-4.4	-0.7	-1.8	-2.0
Pozycje nadzwyczajne	2.9	0.0	0.0	0.0
Oczyszczony zysk netto przypadający akcjonariuszom	-1.5	-0.7	-1.8	-2.0
Akcje: średnio	135.4	232.1	232.1	232.1
Akcje: rozwodnione	147.7	241.4	241.4	241.4
Podstawowy zysk na akcję (w eurocentach)	-3.3	-0.3	-0.8	-0.9
Rozwodniony zysk na akcję (w eurocentach)	-3.0	-0.3	-0.7	-0.8
Podstawowy zysk na akcję (0,01 GBP)	-2.6	-0.3	-0.7	-0.8
Rozwodniony zysk na akcję (0,01 GBP)	-2.4	-0.3	-0.7	-0.8
Podstawowy oczyszczony zysk na akcję (0,01 GBP)	-0.9	-0.3	-0.7	-0.8
Rozwodniony oczyszczony zysk na akcję (0,01 GBP)	-0.8	-0.3	-0.7	-0.8
Dywidendy na akcję	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Jefferies International Ltd.

ILUSTRACJA 12: BILANS

mln €	2008	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)	2011E (koniec roku)
Aktywa obrotowe razem	13.3	19.7	8.2	-4.7
Gotówka	6.0	13.6	2.1	-10.1
Należności	7.3	6.0	6.0	5.1
Zapasy	0.0	0.1	0.2	0.3
Aktywa trwałe razem	40.0	44.9	54.0	60.7
Rzeczowe aktywa trwałe	5.5	5.3	10.8	17.5
Wartości niematerialne i prawne trwałe	34.6	39.6	43.2	43.2
Inwestycje	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	53.3	64.6	62.2	56.0
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4.8	5.0	5.0	1.3
Wierzyciele handlowi	4.8	5.0	5.0	1.3
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	2.6	1.9	1.3	0.8
Dług	2.6	1.9	1.3	0.8
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasywa razem	7.4	6.9	6.3	2.1
Aktywa netto	46.0	57.7	55.9	53.9
Kapitał	0.0	0.0	0.0	0.0
Kapitał udziałowy	46.0	57.7	55.9	53.9
Udziały mniejszościowe	0.0	0.0	0.0	0.0
Razem	46.0	57.7	55.9	53.9

Źródło: Jefferies International Ltd.

ILUSTRACJA 13: RACHUNEK PRZEPLÝWU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

mln €	2008	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)	2011E (koniec roku)
Zysk z działalności gospodarczej	-4.9	-1.0	-1.6	-0.9
Wyczerpanie, deprecjacja i amortyzacja/odpisy z eksploracji	4.1	0.2	0.9	1.6

Pozostałe	-0.5	0.0	0.0	0.0
Operacyjne przepływy pieniężne przez odsetkami/podatkiem	-1.3	-0.8	-0.8	0.7
Odsetki	0.5	0.3	-0.1	-0.4
Podatek	-0.1	0.0	0.0	-0.8
Operacyjne przepływy pieniężne po odsetkach/podatku	-0.9	-0.5	-0.9	-0.4
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana kapitału obrotowego	-3.5	1.3	0.0	-2.9
Nakłady kapitałowe	-18.4	-5.0	-10.0	-8.3
Zakup (sprzedaż) aktywów	0.0	0.0	0.0	0.0
Wolne przepływy pieniężne przed finansowaniem	-22.8	-4.2	-10.9	-11.7
Emisja akcji:	0.1	12.5	0.0	0.0
Zmiana w zadłużeniu	-0.3	-0.7	-0.6	-0.5
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0
Wolne przepływy pieniężne po finansowaniu	-22.9	7.6	-11.5	-12.1
Wymiana walut	-0.4	0.0	0.0	0.0
Zmiana w gotówce	-23.3	7.6	-11.5	-12.1

Źródło: Jefferies International Ltd.

ILUSTRACJA 14: PROGNOZY MAKRO

	Jednostka	2008	2009E (koniec roku)	2010E (koniec roku)	2011E (koniec roku)
Brent	USD/bbl	98.3	60.0	80.0	80.0
UK gas	GBp/therm	61.9	50.0	50.0	50.0
USD/GBP	x	1.85	1.50	1.50	1.50

Źródło: Jefferies International Ltd.

Kierownictwo

Michael Seymour (Prezes)

Michael Seymour jest geologiem z ponadczterdziestoletnim doświadczeniem w przemyśle naftowym. Jest założycielem kilku spółek naftowych, w tym Aurelian, która powstała w 2002 r. w wyniku porozumienia, w ramach którego Michael Seymour odszedł z Ramco (gdzie pełnił funkcję dyrektora ds. eksploracji) i nabył aktywa znajdujące się w Polsce, Rumunii i Bułgarii. Aktywa te stanowią obecnie istotną część obecnego portfela koncesji Aurelian. Michael Seymour został prezesem w lipcu 2009 r.

Rowen Bainbridge (CEO)

Rowen Bainbridge dołączył do Aurelian w czerwcu 2009 r. jako nowy CEO. Posiada on 22-letnie doświadczenie w kierowaniu projektami w sektorze energetycznym i ich realizacji. Swoją karierę rozpoczął w ICI. W firmach RWE, Centrica i Fletcher Challenge pełnił szereg funkcji związanych z finansami i zarządzaniem ryzykiem. W 2000 r. rozpoczął pracę dla BHP Billiton, gdzie piastował stanowisko wiceprezesa ds. rozwoju rynków (Vice President of Market Development), ze szczególnym naciskiem na sektor eksploracji i wydobywania gazu w krajach byłego ZSSR i Algierii. Później został mianowany kierownikiem działu energetycznego w Ferrexpo, a jego zadaniem było rozwijanie portfela złóż ropy naftowej i gazu na Ukrainie. W wyniku tego powstała spółka Ferrexpo Petroleum, gdzie Rowen Bainbridge pełnił funkcję CEO.

Frank Jackson (Commercial Director)

Frank Jackson od momentu założenia firmy Aurelian w 2002 roku pracował w niej jako non-executive director. Od kwietnia 2005 roku pełni obowiązki dyrektora etatowego. Posiada ponadtrzydziestoletnie doświadczenie w projektach finansowania i zagospodarowania w sektorze zasobów naturalnych. Poprzednio pracował w Afryce dla Rio Tinto i Anglo American. Frank Jackson od 1982 r. uczestniczył w przedsięwzięciach związanych z ropą naftową, górnictwem i wodą w Europie Wschodniej i był członkiem-założycielem Brytyjskiej Izby Handlowej w Polsce.

Roy Hartley (Operations Director)

Rozpoczął pracę w Aurelian w maju 2006 roku jako non-executive director. W tym samym roku objął stanowisko operations director. Roy jest dyplomowanym inżynierem petrochemikiem, który pracował w przemyśle naftowym od 30 lat, pełniąc funkcje w działach operacyjnym oraz badawczo-rozwojowym w koncernie Shell. Następnie

pracował jako konsultant specjalizujący się w ocenie zasobów, w zaawansowanych etapach prac rozwojowych na polach naftowych, w wydobywaniu z takich pól oraz w problemach natury technologicznej. Po przejściu do Helix-RDS nawiązał bliską współpracę z Aurelian dotyczącą złóż w..... oraz

Akcjonariusze

ILUSTRACJA 15: AKCJONARIUSZE

Inwestor	mln akcji	%
John Sainsbury	44.0	18.9%
Palo Alto Investors	27.8	12.0%
Kulczyk Holding	17.9	7.7%
Blue Ridge Capital	13.0	5.6%
Integrated Core Strategies	12.5	5.4%
Millenium Management	12.5	5.4%
Contessa Properties	11.0	4.8%
BlackRock Investment Manage	8.2	3.5%
Michael Seymour	7.4	3.2%
Ingalls & Snyder	5.6	2.4%
Pozostałe	72.4	31.1%
Razem	232.4	100%

Źródło: Thomson One

Finansowanie

ILUSTRACJA 16: WAŻNIEJSZE EMISJE AKCJI

Data	Zdarzenie	Pozyskany kapitał
marzec 2006 r.	Emisja wewnętrzna	26 mln £
sierpień 2006	Pierwsza oferta publiczna	12,6 mln £
maj 2009	Uplasowanie akcji	11,6 mln £

Źródło: Aurelian

Opis firmy

Aurelian to firma zajmująca się eksploracją i wydobywaniem, która koncentruje swoją działalność na krajach Europy Środkowej, takich jak Rumunia, Słowacja, Bułgaria i Polska. Spółka prowadzi wydobywanie w Rumunii i posiada rozległe, niezagospodarowane pole w Polsce. Dysponuje również doświadczoną kadrą kierowniczą i zamierza osiągnąć znaczny wzrost przez zastosowanie nowoczesnych technik eksploracji.

OŚWIADCZENIE ANALITYKA

Ja, William Arnstein, oświadczam, że wszelkie poglądy wyrażone w niniejszym sprawozdaniu wiernie odzwierciedlają mój osobisty osąd na temat analizowanych papierów wartościowych i spółki (spółek). Oświadczam ponadto, że żadna część mojego wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie pośrednio ani też bezpośrednio związana z udzieleniem określonych rekomendacji ani poglądów wyrażonych w niniejszym sprawozdaniu.

Podobnie jak w przypadku wszystkich pracowników Jefferies International Ltd., analityk (analitycy) odpowiedzialny (odpowiedzialni) za analizę instrumentów finansowych omawianych w niniejszym sprawozdaniu otrzymuje (otrzymują) wynagrodzenie oparte częściowo na ogólnych wynikach finansowych spółki, w tym również dochodach z bankowości inwestycyjnej. W razie potrzeby będziemy starać się aktualizować naszą analizę, lecz niektóre przepisy prawne mogą nam to uniemożliwić. Poza niektórymi sprawozdaniem branżowymi publikowanymi okresowo, większość naszych sprawozdań jest publikowana w nieregularnych odstępach czasu, wedle uznania analityków.

Jefferies International Limited pełni funkcję doradcy inwestycyjnego Aurelian Oil & Gas PLC. Jefferies kreuje rynek dla Aurelian Oil & Gas PLC.

Jefferies International Limited pełni funkcję doradcy mianowanego i doradcy inwestycyjnego dla klienta korporacyjnego Afren Plc. Jefferies kreuje rynek dla Afren Plc. W kwietniu 2009 r. firma Jefferies pełniła rolę współzarządzającego ofertą Afren Plc w emisji akcji o łącznej wartości 84,8 mln GBP.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Jefferies otrzymywała wynagrodzenie od Dana Petroleum Plc. Jefferies kreuje rynek dla ww. spółki.

Jefferies jest doradcą nominowanym i doradcą inwestycyjnym oraz kreuje rynek dla Northern Petroleum Plc.

Will Arnstein posiada akcje zwykłe Premier Oil.

Na chwilę obecną, w ciągu 3 najbliższych miesięcy Jefferies spodziewa się lub zamierza otrzymać zlecenia płatnych usług bankowości inwestycyjnej od Aurelian Oil and Gas.

Dostęp do istotnych informacji podlegających ujawnieniu, a dotyczących spółek rekomendowanych w niniejszym sprawozdaniu, można uzyskać na naszej witrynie internetowej pod adresem:

<https://jefferies.bluematrix.com/bluematrix/JefDisclosure> lub dzwoniąc pod numer 212.284.2300.

Znaczenie ocen wystawianych przez Jefferies International Ltd.

„Kupuj” – dotyczy akcji, które – naszym zdaniem – przyniosą łączny zwrot (wzrost ceny plus zysk) rzędu 15% lub więcej w ciągu 12 miesięcy.

„Trzymaj” – dotyczy akcji, które – naszym zdaniem – przyniosą łączny zwrot (wzrost ceny plus zysk) rzędu +15% ÷ -10% w ciągu 12 miesięcy.

„Poniżej rynku” – dotyczy akcji, które – naszym zdaniem – przyniosą łączny ujemny zwrot (wzrost ceny plus zysk) rzędu 10% lub więcej w ciągu 12 miesięcy.

Nasze analizy koncentrują się głównie na spółkach o średniej kapitalizacji i wroście, co pozwala nam stwierdzić, iż wiele z nich wykazuje większą nieprzewidywalność w porównaniu z resztą rynku; nieprzewidywalność ta wzrasta w przypadku spółek o cenie akcji wynoszącej stale poniżej 10 \$. W przypadku spółek zaliczanych do tej kategorii przewidywany łączny zwrot (tj. wzrost ceny plus zysk) dla akcji z rekomendacją „kupuj” wynosi 20% lub więcej w ciągu 12 miesięcy. W przypadku akcji z rekomendacją „trzymaj” o cenie wynoszącej stale poniżej 10 \$, oczekiwany łączny zwrot (wzrost ceny plus zysk) wynosi +/-20% w ciągu 12 miesięcy. W przypadku akcji z rekomendacją „poniżej rynku” o cenie wynoszącej stale poniżej 10 \$, oczekiwany łączny zwrot (wzrost ceny plus zysk) wynosi -20% w ciągu 12 miesięcy.

NR – tymczasowo zawieszono udzielanie rekomendacji oraz określanie ceny docelowej. Tego rodzaju zawieszenie jest dokonywane na podstawie obowiązujących przepisów lub polityki Jefferies International Ltd.

CS – Zaprzeszono dokonywania oceny. Firma Jefferies International Ltd. zaprzestała dokonywania oceny tej spółki.

NC – Nie objęto oceną. Jefferies International Ltd. nie objęła oceną tej spółki.

Zastrzeżone – dotyczy emitentów, odnośnie których – w związku z zaangażowaniem Jefferies International Ltd. w określone transakcje – polityka spółki lub obowiązujące przepisy dotyczące papierów wartościowych zabraniają publikowania pewnych rodzajów informacji, w tym rekomendacji inwestycyjnych.

Kontrola – dotyczy akcji spółek, których finanse oraz dane fundamentalne są aktualnie poddawane kontroli oraz odnośnie których nie wydaje się prognoz ani nie udziela opinii na temat korzyści finansowych związanych z daną spółką.

Metodologia wyceny

Metodologia udzielania rekomendacji przez Jefferies International Ltd. może uwzględniać następujące dane: kapitalizację rynku, termin wykupu, wzrost/wartość, nieprzewidywalność oraz oczekiwany łączny zwrot w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Ceny docelowe szacowane są na podstawie kilku metod, do których zaliczają się m.in. analizy ryzyka rynkowego, współczynnika wzrostu, strumienia dochodów, zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), EBITDA, zysku na akcję (EPS), przepływów pieniężnych (CF), wolnego przepływu gotówki (FCF), wartości przedsiębiorstwa (EV)/EBITDA, wskaźnika cena/zysk (P/E), wskaźników PE/growth, P/CF, P/FCF, wskaźnika EV/EBITDA zdyskontowanego/średniego dla grupy, wskaźnika P/E zdyskontowanego/średniego dla grupy, sum częściowych, wartości aktywów netto, zwrotu dywidendy oraz zwrotu z kapitału (ROE) w ciągu nadchodzących 12 miesięcy.

Rodzaje ryzyka, które mogą przeszkodzić w osiągnięciu wyznaczonej ceny docelowej

Niniejsze sprawozdanie przeznaczone jest do ogólnej dystrybucji i nie zawiera rekomendacji inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów. Instrumenty finansowe, których dotyczy niniejsze sprawozdanie, mogą nie być stosowne dla wszystkich inwestorów; inwestorzy muszą podejmować własne decyzje w zależności od wyznaczonych przez siebie celów oraz sytuacji finansowej, przy pomocy własnych doradców finansowych oraz wedle własnego uznania. Wyników osiągniętych w przeszłości przez instrumenty finansowe rekomendowane w niniejszym sprawozdaniu nie można traktować jako wskaźników ani gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość oraz dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym sprawozdaniu, mogą rosnąć i spadać; mogą na nie również wpływać zmiany w czynnikach gospodarczych, finansowych i politycznych. W przypadku, gdy instrument finansowy notowany jest w walucie innej niż waluta obowiązująca w kraju inwestora, zmiana w kursach wymiany może wpłynąć negatywnie na cenę, wartość lub dochód z instrumentu finansowego, którego dotyczy niniejsze sprawozdanie. Co więcej, osoby inwestujące w papiery wartościowe takie jak Amerykańskie Kwity Depozytowe (ADR), na których wartość wpływa kurs waluty bazowego papieru wartościowego, przyjmują na siebie ryzyko walutowe.

Historia ocen i cen docelowych dla: Aurelian Oil and Gas (AUL LN) na dzień 21.08.09 r.



Rozkład rekomendacji

Firma świadczyła spółce Aurelian usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Ocena	Liczba	Procent	Liczba	Procent
KUPUJ [KUPUJ/ZDECYDOWANIE KUPUJ]	409	50,40	47	11,49
TRZYMAJ [TRZYMAJ]	325	40,00	18	5,54
SPRZEDAJ [SU/UNPF]	78	9,60	5	6,41

Niniejsze materiały zostały wydane i zatwierdzone przez Jefferies International Limited („JIL”), dealera autoryzowanego i nadzorowanego w Wielkiej Brytanii („W. Bryt.”) przez Urząd Regulacji Rynków Finansowych („FSA”). O ile Regulacja „S” Ustawy o papierach wartościowych z 1933 r. nie stanowi inaczej, niniejsze materiały będą rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych („USA”) przez Jefferies & Company, Inc. („JEFCO”), maklera-dealera zarejestrowanego w USA, który ponosi odpowiedzialność za ich treść zgodnie z Zasadą 15a-6 Ustawy o obrocie papierami wartościowymi z 1934 r. (USA). Transakcje prowadzone przez osobę zamieszkałą w USA bądź w jej imieniu mogą być dokonywane wyłącznie za pośrednictwem JEFCO.

W Wielkiej Brytanii niniejsze materiały są przeznaczone dla osób posiadających doświadczenie zawodowe w sprawach związanych z inwestycjami w rozumieniu Artykułów 19(5) i 49(2)(a)–(d) Ustawy o rynkach i usługach finansowych z 2000 r. (Promocja finansowa), rozporządzenie z 2005 r. (z późniejszymi zmianami) lub przez inne osoby, które mogą otrzymywać je zgodnie z prawem. W przypadku inwestorów z Kanady niniejsze materiały przeznaczone są do użytku wyłącznie przez zawodowych inwestorów i upoważnione do tego instytucje. Inwestycje ani usługi inwestycyjne, o których mowa w niniejszych materiałach, nie będą dostępne w Kanadzie dla innych osób oraz podmiotów niebędących „wyznaczonymi instytucjami” w rozumieniu Ustawy o papierach wartościowych (Ontario). Inwestorom w Republice Singapuru niniejsze materiały są dostarczane przez Jefferies International Limited za pośrednictwem Jefferies Singapore Limited („JSL”) zgodnie z Rozporządzeniem 32C Regulaminu Doradztwa Finansowego. Materiały zawarte w niniejszym dokumencie przeznaczone są wyłącznie dla akredytowanych, wyspecjalizowanych inwestorów lub instytucji zajmujących się działalnością inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o papierach wartościowych i transakcjach terminowych typu *futures* (Rozdział 289, Singapur). W przypadku jakichkolwiek pytań lub wątpliwości związanych pośrednio lub bezpośrednio z niniejszymi materiałami należy skontaktować się z JSL, Singapur, adres: 80 Raffles Place #15-20, UOB Plaza 2, Singapore 048624, nr tel. +65 6551 3950.

Przedstawione tu informacje uzyskano ze źródeł uznanych za wiarygodne, ale nie zostały one zweryfikowane niezależnie przez JIL, JSL ani JEFCO. Z zastrzeżeniem zobowiązań określonych w regulaminie FSA, nie możemy więc zagwarantować prawdziwości takich informacji. Wszelkie informacje dodatkowe i pomocnicze dostępne są na żądanie. Niniejsze materiały nie stanowią oferty sprzedaży ani kupna jakichkolwiek papierów wartościowych, instrumentów pochodnych, ani też zachęty do inwestowania. Wszelkie opinie i oszacowania zostały opracowane przez autorów z największą starannością oraz zgodnie z informacjami posiadanymi na dzień ich sporządzenia i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. JIL, JSL, JEFCO oraz podmioty od nich zależne i z nimi stowarzyszone, a także ich kierownictwo, dyrekcja i pracownicy mogą posiadać krótkie lub długie pozycje w papierach wartościowych instrumentach pochodnych lub innych inwestycjach wymienionych lub wspomnianych

w niniejszych materiałach, mogą również sprzedawać bądź kupować papiery wartościowe, instrumenty pochodne lub dokonywać innych inwestycji wymienionych lub wspomnianych w niniejszych materiałach.

Niniejsze materiały nie stanowią osobistej rekomendacji ani nie uwzględniają określonych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb poszczególnych klientów. Klienci powinni sami zdecydować, czy rady lub rekomendacje zawarte w niniejszym sprawozdaniu są odpowiednie do ich własnej sytuacji i, jeśli zasadne, zasięgnąć pomocy wykwalifikowanego doradcy, w tym doradcy podatkowego. Cena i wartość inwestycji, o których mowa w niniejszych materiałach, oraz dochód z nimi związany mogą ulec wahaniom. Dotychczasowe wyniki spółki nie muszą być wskaźnikiem wyników osiągniętych w przyszłości, przyszłe zyski nie są gwarantowane, a inwestor może nie odzyskać pierwotnie zainwestowanych środków. Wahania kursów walutowych mogą wpłynąć negatywnie na wartość, cenę lub dochód czerpany z określonych inwestycji.

Sprawozdania JIL są rozpowszechniane i udostępniane głównie w formie elektronicznej oraz – w niektórych przypadkach – w formie drukowanej. Materiały w formie elektronicznej są udostępniane jednocześnie wszystkim klientom. Zabrania się przedruku, sprzedaży lub redystrybucji niniejszego sprawozdania w całości lub w części bez pisemnej zgody JIL. JIL wypracowała politykę rozstrzygania sporów w związku z przygotowaniem i publikacją wyników badań. Szczegółowe informacje na ten temat można uzyskać, kierując pisemny wniosek do: The Compliance Officer, Jefferies International Limited, Vintners Place, 68 Upper Thames Street, London EC4V 3BJ; nr tel. +44 (0) 20 7029 8000; faks +44 (0) 20 7029 8010.

Na zamówienie niektórych klientów Jefferies International Limited oferuje produkty lub usługi analityczne polegające na porównaniu perspektyw dla poszczególnych akcji podlegających ocenie z perspektywami dla innych akcji w różnych okresach czasu lub dla różnych warunków rynkowych. Chociaż poglądy wyrażane w takich sytuacjach mogą nie być spójne z długoterminowymi opiniami wyrażanymi w opublikowanych opracowaniach analityka, analityk może je odpowiednio uzasadnić i wyjaśnić ewentualne rozbieżności.

© 2009 Jefferies International Ltd.