

5/13/2006

Analist: Cristian Constantinescu  
constantinescu\_cristian@yahoo.com

### **Petrom (SNP) - Considerente de analiza fundamentala**

Ca investitor in piata de capital romaneasca intotdeauna am simtit o frustrare cand ma uitam (si credeti-ma ca am cautat) pe ce analize exista despre SNP, care reprezinta 50% din capitalizarea BVB si fara indoiala « giuvaerul coroanei » in materie de emitenti.

Cum am avut pana acum o variatie a pretului SNP de la 0.33 RON pana la 0.65 RON cu analisti spunandu-ne la 0.43 RON ca e scumpa si atat face si altii care indicau valori cu orizont infinit, un fel de « cumparati, va creste an de an, pana la cer ».

Asa ca m-am decis sa fac o analiza comparativa a SNP cu cele mai cunoscute societati petroliere cu divizii importante de Explorare si Productie, societati integrate cu segment de rafinare si distributie, joint-venture-uri unde vreti voi, etc. Concluziile pana acum sunt deosebit de interesante.

In esenta, analistii profesionisti pe sectorul petrolier folosesc niste indicatori care sunt esentiali in evaluarea unei societati petroliere, care sunt « motorul » generator de cash flow-uri viitoare, singura masura palpabila a performantei unei societati. De fapt o societate petroliera integrata se ocupa cu : cercetare explorare, productie/extractie titei, transport titei, rafinare obtinand produse derivate si combustibili, distributie vanzare combustibili. Ce noutate nu ?

Ei pentru analistii nostri e o noutate, pentru ca nu am vazut nicaieri evaluari explicite folosind marginal costinguri pe segmente de activitate, cu alte cuvinte, ce costuri are compania petroliera dintr-un baril de combustibil vandut. In cazul SNP nu avem aceasta imagine transparent raportata, nu avem raport auditat asupra rezervelor, deci nu avem datele de baza care trebuie sa existe la dispozitia investitorilor, insa avem sursa rapoartele bursiere OMV privind Petrom.

Analistii romani pana acum au ignorat datele operationale ale Petrom, datele operationale privind rezervele si nivelul productiei, precum si costurile operationale pe baril fiind esentiale pentru a ne face o idee despre marimea afacerii si potentialul de dezvoltare.

Datele operationale comparative pentru urmatoarele societati:

5/13/2006

Analist: Cristian Constantinescu  
constantinescu\_cristian@yahoo.com

### DATE OPERATIONALE COMPARATIVE

Symbol	Company name	m BOE/day	Oil Reserve bn BOE	Estimated reserves SNP	Market Cap bn\$	Reserve valuation \$/BOE	Reserve replacement ratio	Production growth y-o-y	OPEX \$/bbl	Refinery margin \$/bbl	EBIT 2005 bn\$
COP	Conocco Phillips	1.56	9.40		108.9	11.6	230%	3%			
SNP	Petrom	0.22	0.99		10.8	10.9	70%**)	-2%	13.1	5.29	0.74
XOM	Exxon	2.52	43.60		381.4	8.7	112%	-2%			
CNQ	Canadian Natural	0.5	2.50	11 neconv	32.2	12.9		14%			
MOL	MOL	0.11	0.27		10.5	39.0	96%	2%	3.7	3.9	1.45
OMV	OMV	0.34	1.37	0.991	16.7	12.2	123%*)	-4%	5.75	6.36	2.51

\*) 587% including Petrom

\*\*) replacement rate target for 2010!!

**Surse:** Raportari NYSE, SEC Fillings, Raportari OMV Bursa Viena, Raportari MOL Bursa Budapesta

MOL production expected to decline without replacement to 40k boe/day in 2010

By 2010, OMV's Exploration and Production business will produce 500,000 boepd in six core regions. A focus will be added on Russia in addition to the Danube and Adriatic, Northern Africa, the North Sea, the Middle East/Caspian and Australia/New Zealand as a new core

5/13/2006

Analist: Cristian Constantinescu

constantinescu\_cristian@yahoo.com

region for OMV's E&P activities. OMV will target significant production growth in international business outside Austria and Romania, aiming at a reserve replacement ratio of 160 %.

Petrom, South Eastern Europe's leading producer of oil and gas, also sets new targets for the company's growth to 2010. Petrom aims for a stable oil and gas production volume of 210,000 boe per day in Romania until 2010. In addition, the Caspian region should be developed into a core region, the reserve replacement ratio should rise to 70 % by 2010.

Cititi cu mare atentie datele de mai sus. Mi-a luat 3 ore bune sa le compilez si sa le verific, dar a meritat. Iata cum devine evidenta evaluarea MOL la PER 8 aparent « ieftin », la fel si a OMVului la PER 10, si acum ca am vazut ce inseamna companii petroliere americane cu rezerve in toata lumea si exploatari adevarate incepi sa ai idee de ce capacitate de generare de profituri viitoare vorbim la OMV, SNP si MOL.

Desi nu avem raportul de audit al rezervelor SNP avem datele raportate in Vienna de OMV si declaratiile CEOului sau din care reiese ca tinta SNP de reserve replacement este 70% ! In industria petroliera ai o problema cand acest procent este sub 100%. Estimările privind productia viitoare cele mai optimiste vizeaza mentinerea unei productii de 210,000 boe/day nicidecum cresteri. Campurile din Kazahstan contribuie cu 3000 boe/day la productia zilnica, adica 1.5% din ce produce SNP deci nu conteaza practic.

In SNP se vizeaza investitii de 3 mld EUR care vizeaza segmentul E&P si rafinare, fiind vorba de o eficientizare a costurilor de exploatare care la SNP sunt duble fata de media industriei la 13\$/bbl fata de 5.7\$/bbl si 3.7\$/bbl.

*Nu vreau sa pomenesc de PER, P/BV si alti indicatori folositi de analistii financiari care pot fi interpretati in multe feluri si este atat de simplu sa manipulezi investitori folosind acesti indicatori care nu reflecta situatia operationala a companiei, care in aceasta industrie este esentiala.*

## CONCLUZIE

SNP este evaluat la aceeasi parametri cu COP de exemplu, care are rezerve cu replacement ratio de 230% si zacaminte recent descoperite aratand extrem de bine si avand un PER de 7x daca tot va place sa vorbim de PERuri. Prin investitiile planuite de OMV este posibila o eficientizare a costurilor actuale SNP, acesta fiind singura rezerva de profit pe care o mai are Petrom. Vestea proasta este ca acest lucru a fost

5/13/2006

Analist: Cristian Constantinescu

constantinescu\_cristian@yahoo.com

deja inclus in prôt, SNP tranzactionandu-se la multiplu de PER 18x, din motivele amintite mai sus. Cresterile de profit pot veni din downstream, insa costurile la pompa nu vor fi mai mari ca in EU (in SUA sunt chiar mai mici) iar din marjele de rafinare este un drum foarte lung pentru SNP sa ajunga la structuri de cost eficiente. Cat despre exploatare, am amintit mai sus ca sunt deja la costuri duble fata de media industriei.

**Pretul SNP evalueaza compania la aceiasi parametri cu Conocco Phillips care are structura de costuri eficiente deja, cu alte cuvinte la pretul actual piata vede Petrom deja eficientizat, anticipand o structura de costuri eficiente in viitor.**

**Prôt actual : RON 0.5400**

**Recomandare : SELL**