joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 13

A Petrom Rt. értékelésének kiszámítása az SHV koncepció alapján

JUHÁSZ JÁCINT – KOVÁCS ILDIKÓ – KOVÁCS IMOLA

Mint tudjuk, a kőolajszektor egy központi iparág mind világpiaci, mind pedig romániai szinten, amely közvetett és közvetlen hatással van a többi iparág fejlődésére is. Közép- és Kelet-Európában Romániának kulcsszerepe van, és egyre inkább az lesz ezen a területen is. Célunk ezzel az elemzéssel – a teljesség igénye nélkül – választ adni azoknak a szkeptikusoknak is, akik az elmúlt időszakban megkérdőjelezték a Petrom privatizációjának szükségességét és sikerességét is.

Elemzésünk célja tehát megvizsgálni azt, hogy mi ösztönözte az osztrák OMV társaságot az ár kifizetésére, hogy a vállalatért fizetett összeg magas-e vagy sem, hogyan értékeli a piac a vállalat 2005-ben kialakított piaci stratégiáját, valamint hogy a vállalat hosszú távú növekedése beépült-e a jelenlegi részvényárfolyamba. Ezeknek a céloknak megfelelően az elemzés a Petrom Rt. értékének meghatározásával foglalkozik az SHV (tulajdonosi tőkeérték) koncepción alapuló modell segítségével. Az érték kiszámítása a privatizációt követő 2005., illetve 2006. decemberi állapotokon alapul. Ezen belső értéket hasonlítottuk össze a vállalat piaci értékével és vontuk le a megfelelő következtetéseket.

Módszertan

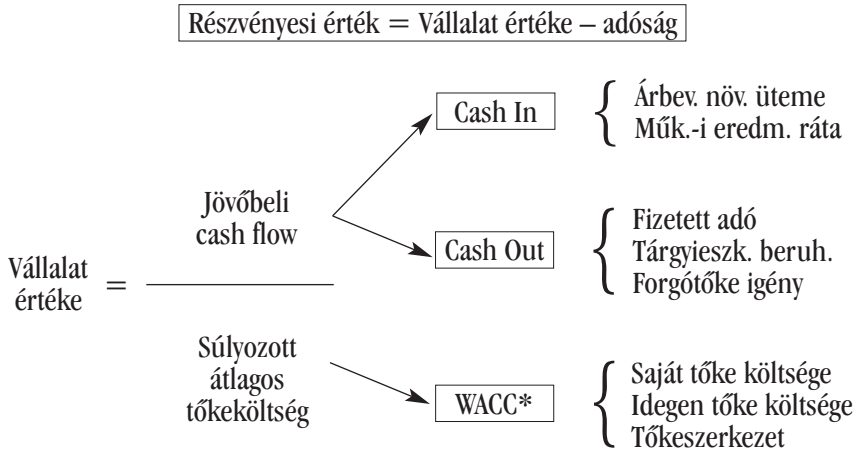
Az SHV elméletének hosszú és tekintélyes előtörténete van, gyökerei az ötvenes–hatvanas évekre nyúlnak vissza. Előfutárai: Markovitz, Modigliani, Miller, Sharpe, Fama és Treynor. Az SHV a tőkepiaci árfolyamok modelljének (CAPM) eredményeként született. Ez a modell azt állítja, hogy a befektető által elvárt hozam a befektetés hozamával van összefüggésben.

Alfred Rappaport könyvében[1] fontosnak vélt értékteremtő tényezők leírását találjuk, amelyek az SHV koncepción belül keretül szolgálnak a vállalatok gazdasági értékének meghatározásában, elemzésében.

[1] Alfred Rappaport 2002. *A tulajdonosi érték*, Budapest, Alinea

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 14

A szerző a következőképpen foglalja össze szemléletét:



* WACC = részvénytőke költsége az össztőke százalékában
Forrás: Alfred Rappaport: *A tulajdonosi érték.* Alinea Kiadó, Budapest, 2002

1. ábra. Értéktényezők a vállalatértékelésben

Mindezen elemek azonosítása a Petrom Rt. esetében segített a jövőbeli pénzáramlások azonosításában, a tőkeköltség és a maradványérték, majd a Petrom Rt. értékének kiszámításában. A szcenárióelemzés során egy pesszimista, egy optimista és egy realista szcenáriót vizsgáltunk, meghatározva az elemzés végén a vállalat várható értékét is. Ezen elemzést egy érzékenységvizsgálattal zártuk.

A Petrom Rt. története

Az 1989-es politikai változások Romániában – amint a közép-kelet-európai államokban mindenhol – elméletileg megteremtették a piacgazdaságra való fokozatos átállás lehetőségét. Az állami tulajdonban lévő kőolajtársaság 1990-ben nagy átszervezési fázison ment át, mely során megalakult a Petrom állami vállalat. A következő években végbement további átstrukturálás következtében 1997-ben a román kormány megalapította a SNP[2] Petrom vállalatot, azáltal, hogy 45, addig függetlenül működő vállalatot egyesített az upstream és downstream területekről egyaránt.

[2] „Societatea Națională a Petrolului", vagyis Nemzeti Kőolaj Társaság.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 15

Az újonnan létrehozott Petrom volt az egyetlen függőlegesen integrált vállalat, amely minden területet felölel a következők közül: kitermelés, finomítás, vezetékes és szárazföldi szállítás, valamint disztribúció. Már 1998-ban eldöntötték, hogy szükséges a Petrom privatizációja, de az első próbálkozás sikertelennek bizonyult. 2003 szeptemberében újrakezdődtek a tárgyalások, amikor is összesen 15 cég érdeklődött a Petrom iránt, és ebből 11-en teljesítették a selejtező feltételeket. Végül két, nemzetközileg elismert cég került szóba: a Mol és az OMV. A Mol ajánlatának elutasítását elsősorban az indokolta, hogy a kiírás bizonyos elemeivel ellentétes javaslatokat fogalmazott meg.

Az OMV már hat éve jelen volt a román piacon: 1999-ben nyitotta meg saját töltőállomásait. Egy nyomós érv a Petrom átvételére a társaság „vagyona" volt: az 1 milliárd tonnányi kőolajtartalék. A másik érvet a két cég szerkezetének kompatibilitása jelentette: „A Petrom tökéletesen összeillik az OMV-vel", jelentették ki az osztrák cég képviselői, mivel mindkettő „teljes körű társaság", mely lelőhelyekkel, finomítókkal és töltőállomásokkal egyaránt rendelkezik.[3]

A Petrom állami kőolajtársaság 33,3%-áért és részesedésének későbbi 51%-ra való növeléséért az OMV-nek 669 millió, majd 723–860 millió euró közötti összeget kellett kifizetnie.[4] A fennmaradó rész 40,74%-ban a román állam kezében, 2,03%-ban az Európai Fejlesztési Banknál (EBRD), a maradék a Bukaresti Tőzsdén szabadpiaci forgalomban maradt. Emellett az osztrákoknak át kellett vállalniuk a Petrom 292 millió euróra rúgó külföldi tartozásait is.[5] A feltételek között szerepelt még az is, hogy az OMV-nek egységes olaj- és gázpiaci vállalatként kell megtartania a román ásványolaj-forgalmazási piac felét uraló Petromot. Miután 669 millió eurót átutaltak a román Privatizációs Ügynökségnek (mely 33,34%-os részesedésnek felel meg), az OMV tőkét emelt és konvertibilis kötvényt bocsátott ki (830 millió euró értékben), ami által elérte az 51%-ot.[6]

A 2005-ös év elején a Petrom a legértékesebb közép- és kelet-európai kőolajtársaság lett a börzén, maga mögött hagyva lengyel és magyar versenytársait. A Petrom értéke a Bukaresti Tőzsdén több mint 2,5 milliárd euróval nőtt egyetlen hónap leforgása alatt – elérve az 5,59 milliárd eurós határt. Az elemzők szerint[7] 2004-ben a Petrom értéke 4,5-ször kisebb volt, mint egy évvel később.

[3] *Business Magazin* hetilap, 2005. május 17., „Invazia austriacă", 15–20.

[4] www.capital.ro.

[5] www.transindex.ro.

[6] România Liberă, 2004. december 15., "OMV a preluat Petrom", 3.

[7] Petrom dă dividende cât în 7 ani. *Evenimentul Zilei*, 2006. március, www.evz.ro.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 16

A Petrom Rt. tevékenységének jellemzése

A Petrom Rt. a kőolajipar, a természetes gáz és a vegyipari termékek piacán tevékenykedik. A Petrom Rt. a legnagyobb kőolaj- és természetesgáz-termelő vállalat Közép- és Kelet-Európában. Tartalékai elérik az 1 milliárd keh[8] értéket. A Petrom az egyetlen vállalat, mely kőolajat termel ki Romániában, mely az országban feldolgozott kőolaj 40%-át teszi ki. A vállalat 2006-ban Romániában 4,77 millió tonna kőolajat termelt, és 6,19 milliárd m^3 természetes gázt. A Petrom Kazahsztán 3 zónájában folytat kitermelési tevékenységet. Ezen kívül 2006 júniusában a Petrom Rt. megvásárolta az első oroszországi kitermelési engedélyeit. Ugyanakkor a vállalat a Káspi-tenger régióban is újabb terjeszkedési lehetőségeket keres.

A Petrom privatizálásának következtében a teljes romániai finomítási szektor magántulajdonba került. Két saját finomítójának[9] köszönhetően, a Petrom Rt. Románia legnagyobb kőolajfinomítója, 8 millió tonnás éves kapacitással. Már a 2007-es évben az előzetes beruházásoknak köszönhetően a finomítók termékei megfelelnek az EU-s normáknak.

Az üzemanyagok forgalmazásának modernizálása csak 1996-ban indult be, amikor is megjelentek az első külföldi befektetők a román piacon. Ezen új piaci szereplők egy új koncepcióval jöttek létre, mégpedig a „minimarket”-tel és az autókozmetikai szolgáltatásokkal, non stop üzemben működve. A retail piacot jelenleg mindegy 2600 töltőállomás képviseli. Annak ellenére, hogy a magánkutak száma az összes kút 53%-át teszik ki, az aggregát árbevételük csupán 25%-át jelentik az összeladásoknak. Így elmondhatjuk, hogy a piac még mindig igen koncentrált. A Petrom igen erős piaci pozícióval rendelkezik Romániában. Jelenleg a Petrom Rt.-nek 38 raktára van, egy 100 892 m^3-es raktározási kapacitással. Ezen kívül a vállalat rendelkezik 522 töltőállomással és 35 autógáz-ellátást biztosító skiddel. Az összesen 2600 kút 53%-a privátkút, a fennmaradt rész több mint 50%-a pedig Petrom által birtokolt kút. Így a Petrom össz piaci részesedése ezen szegmensen 26%.

A belföldi terjeszkedés mellett a Petrom Rt. igyekszik a régióbeli tevékenységét is bővíteni. A nemzetközi Petrom kutak üzleti forgalma 2006-ban megtriplázódott 2005-höz képest, elérve a 480 ezer tonnás eladásnak megfelelő értéket.[10] Ugyanakkor 2005-ben a Petrom átvette az OMV Románia, OMV Bulgária, OMV Szerbia és Montenegro vállalati egységeket. Így a Petrom operációs központtá vált Közép- és Kelet-Európában az OMV csoporton belül.[11]

[8] Kőolaj ekvivalens hordó.

[9] Aprechim és Petrobrazi.

[10] www.petrom.ro, Raport Anual 2006.

[11] Piața de retail a carburanților, InterBiy Group, www.interbiz.ro.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 17

Románia volt azon országok egyike, amelyek először használták fel a természetes gázt háztartási és ipari célokra. Az ország rendelkezik a legnagyobb természetes gázpiaccal Közép-Európában. Azért, hogy az országnak sikerüljön eleget tenni az EU-s követelményeknek (egy versenyképes, környezetvédelmi szempontokból fenntartható természetesgáz-piac kialakítása), 2001 augusztusában megkezdődött a piac liberalizációja, kezdetben egy 10%-os nyitottsági fokkal. Ugyanez a mutató 2006-ban 75% volt.[12] A piac 2007. január elseje óta az ipari fogyasztók számára, 2007 júliusától a háztartási fogyasztók számára is 100%-ban nyitott lett. A liberalizációs folyamat megkövetelte továbbá egy rendszerműködtető (Transgaz) és egy rendszerfelvigyázó entitás (ANRGN[13]) megnevezését.

A Doljchim Krajova, mely a Petrom részét képezi, jelentős szerepet játszik a hazai vegyipari piacon: az egység képes a Petrom teljes belső termelése által létrejött metángáz feldolgozására. 2006-ban az egység eladásai 601 ezer tonnát jelentettek, melynek 63,7%-a az export felé irányult. Az export célországai közé tartoznak a következők: Magyarország, Bulgária, Szerbia és Montenegro, Törökország, Spanyolország, Macedónia, Olaszország, valamint Görögország.[14]

A Petrom Rt. pénzügyi teljesítménye

Figyelembe véve ezen dolgozat témáját, a pénzügyi teljesítmény jellemzésekor csupán a 2004-es privatizálást követő állapotokat vizsgáltam. Csak a 2005-ös évtől kezdődő teljesítményt vettem figyelembe, hiszen a privatizáció a Petrom számára nem csak tulajdonoscserét jelentett, hanem az egész vállalat átstrukturálását.

A vállalat üzleti forgalma 2006-ban egy 22%-os növekedést tudhat magáénak 2005-höz képest, elérve a 3709 milliárd eurós[15] szintet. Ezen eredmény a Petrom jelentése szerint a nemzetközi kőolajár és az eladások növekedésének tudható be. A kőolajár növekedésének pozitív hatása volt a kitermelést illetően, de a finomítás és marketing területén negatív kihatással volt, hiszen csupán alacsony profitrátával dolgozhatott a vállalat.

A jövedelmek növekedési üteme igen változóan alakult az évek során. A privatizációt követve azonban értéke valamelyest stabilizálódott egy 22%-os érték körül.

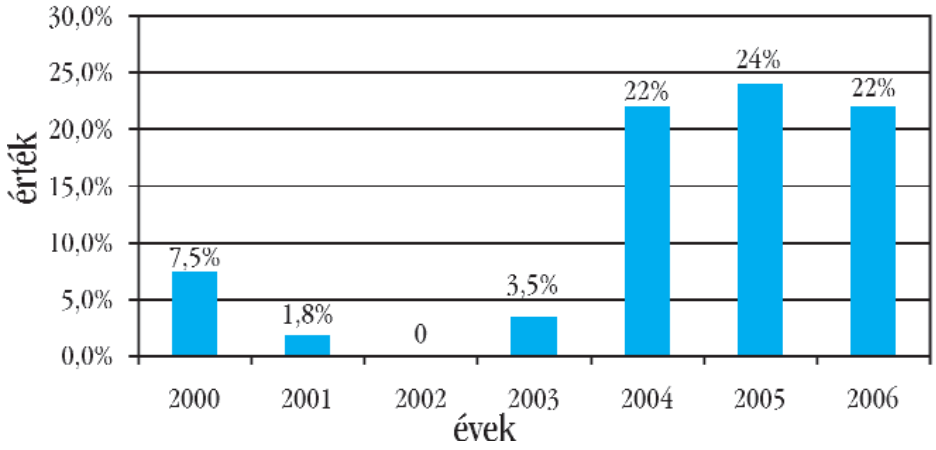
[12] Romanian Oil&Gas Sector Overview, Raiffeisen Capital & Investment, www.doingbusiness.ro.

[13] Autoritatea Națională de Reglementarea în domeniul Gazelor Naturale.

[14] www.petrom.ro, Raport Anual 2006.

[15] 13,07 milliárd RON.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 18



Forrás: Petrom, saját szerkesztés

2. ábra. A növekedési ütem alakulása a Petrom Rt. esetében a 2000–2006-os periódusban

A működési költségek 17%-kal nőttek 2006-ban 2005-höz képest, mely az importból származó alapanyagok, a bérekkel kapcsolatos költségek és nem utolsósorban a céltartalékok növekedésének eredményeképpen értelmezhető.[16]

A vállalat EBITDA mutatója 2006-ban 1020 milliárd euró volt.

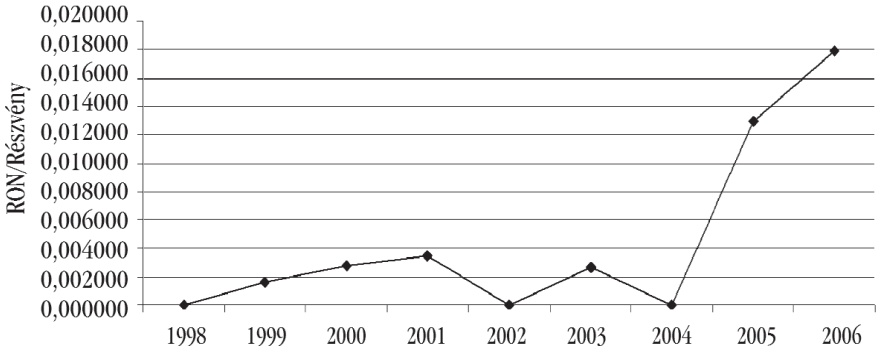
A működési eredmény (EBIT) 2777 millió RON volt 2006-ban, 47%-kal több, mint ugyanezen mutató értéke 2005-ben. A pénzügyi eredmény ugyancsak csökkent a lej euróval szembeni felértékelődésének köszönhetően.

A nettó profit 61%-kal nőtt 2006-ban 2005-höz képest. Az EPS mutató is nőtt: 0,0253-ról 2005-ben 0,0405-re 2006-ban.[17]

A privatizációt követően mindkét évben a Részvényesek Közgyűlése határozata alapján a társaság osztalékot fizetett. A 2006-os évre vonatkozóan ennek értéke 0,0179 RON/részvény, mely a 2005-ös évhez viszonyítva 38%-os növekedést jelent.

[16] www.petrom.ro, Raport Anual 2006.
[17] www.petrom.ro, Raport Anual 2006.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 19



Forrás: *Evenimentul Zilei,* 2006. március, www.evz.ro, Petrom dă dividende cât în 7 ani

3. ábra. Az osztalék/részvény mutató alakulása a Petrom Rt. esetében

Az állóeszközök 23%-kal nőttek az elmúlt évben, az OMV különböző egységeinek átvétele, valamint a finomítóipari terjeszkedések következtében.

A 2005-ben elkezdődött fejlesztési stratégiát folytatva, 2006-ban a beruházások értéke 2937 millió RON volt, 165%-kal nagyobb, mint ugyanezen mutató 2005-ben. A működési cash flow 80%-a beruházásra volt felhasználva 2006-ban.[18]

A Petrom saját tőkéje 5,66 milliárd RON, és a társaság részvényei a Bukaresti Értéktőzsde első kategóriájába vannak sorolva, „SNP" szimbólum alatt.

A Petrom tőzsdei értéke 2006. december 19-én, a tőzsde 2006. évi utolsó tranzakciós napján 32 milliárd RON volt. A történelmi maximumát 2006. február 2-án érte el: 0,6550 RON, valamint minimumát ugyanazon év május 23-án: 0,4400 RON, ami 33%-kal kisebb érték, mint a történelmi maximum. 2006. december 19-én a Petrom részvényár 0,5650 volt. A 2006-os évben átlagosan a részvényárak 18%-kal nőttek.

Továbbá ezen a ponton hasznos lehet egy összehasonlítás a hasonló tevékenységgel rendelkező kelet-európai régióbeli vállalatokkal. A soron következő táblázat ezt tartalmazza.[19]

1. táblázat. Különböző olajtársaságok mutatóinak összefoglalása

	P/E	P/S	EV/EBITDA	Nettó profit marzs (%)	ROE (%)
SNP	14,6	2,6	8,8	17%	19%
GAZPROM	10,4	3,0	11,2	29%	15%
MOL	7,5	0,9	3,8	11%	23%
OMV	9,3	0,7	5,7	7%	20%
ENI	8,8	1,1	4,1	12%	39%
BP	9,4	0,8	–	8%	26%

Forrás: Vanguard Research elemzése

[18] Vanguard Research elemzése, www.vanguard.ro.

[19] Az adatok a 2006. decemberi állapotokat tükrözik.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 20

Megfigyelhető, hogy a gigantikus orosz kitermelőhöz, a Gazpromhoz képest a Petrom olcsóbb a P/S és az EV/EBITDA mutatók alapján, viszont drágább a P/E mutatót figyelembe véve.

A Petrom Rt.-t érintő külső tényezők és a vállalat hosszú távú stratégiája (2005–2010)

A román olajiparban fellépő változásokat különböző erők hajthatják. Ezek közül a legfontosabbak: a GDP növekedése, a jogi keret és a technológiai változások, a kőolajárak nemzetközi változása, a kormányzati beavatkozás, valamint a versenyerők alakulása. A kőolajszektornak nagy befolyása van egy ország GDP-jére. Három év csökkenő GDP után 2000-től növekvő tendenciát figyelhetünk meg. 2006-ban Románia GDP-jének növekedése elérte az 5,2%-ot.[20]

Románia az EURO 4-es standardokkal 2007. január elsejétől harmonizálódott, az EURO 5-össel pedig 2009. január elsejétől fog, 2 évvel később, mint a többi EU-s tagország. Ezek a megszorítások arra kényszerítették a szektor szereplőit, hogy megnöveljék a technológiai befektetéseiket. Többek között ez is volt az egyik ok, ami miatt eldőlt a Petrom privatizációja, valamint megtörtént a kőolajpiac liberalizációja, és ugyanezen ténynek köszönhető az üzemanyagok árának növekedése is.

Ma a kőolajárak Romániában nagyon közeliek az európai uniós átlagokhoz. Jelenleg az adók minimum 70%-át képezik az üzemanyagáraknak. Az adózás ezen szintje megegyezik az EU-s átlaggal. Minden piaci szereplő örömmel fogadta a Petrom privatizációját, hiszen ezzel egyidejűleg a román kőolajpiac 100%-ban liberalizálttá vált.

A verseny növekedni fog a fontosabb szereplők között. Mind a Rompetrol, mind a LukOil konszolidálja pozícióját a piacon, hiszen nagy beruházásokat eszközölnek a finomítás, retail tevékenységek és a vegyipari termelések területén. Az a tény, hogy a jelenlegi vállalatok is kihasználatlan kapacitással működnek, valamint hogy igen magasak a piacra való belépési költségek, kizárja az új szereplők megjelenését a piacon. Ilyen körülmények között csak a felvásárlások lehetősége merülhet fel, mint ahogy a Rompetrol esetében ezt nemrég láttuk.

Annak ellenére, hogy ismertek a helyettesítő termékek[21], ezek nem igazán jelentenek veszélyt a kőolajtársaságok számára, hiszen az üzemanyag piaca jelenleg akkora, hogy felszámolása nagy társadalmi áldozatokat hozna. A vevők alkupozíciója igen kicsi. A Petrom privatizálásával egy időben az üzemanyagárak az EU-s átlaghoz közeledtek.

A Petrom Rt. a hosszú távú stratégiáját 2005-ben fogalmazta meg, amikor is a privatizációt követően egy átszervezési folyamaton ment keresztül.[22]

[20] www.bnro.ro, Raport Anual 2003.

[21] Vízenergia, biómassza-energia, napenergia, szélenergia és termálvíz-energia.

[22] Strategia Petrom până în 2010, www.petrom.ro.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 21

A Petrom részvényesi értékének kiszámítása

A szabad cash flow kiszámítása

A pénzáramlások projekciójában a legnagyobb kockázatot a kőolaj hordónyi árának meghatározása, valamint a USD/RON árfolyam előrejelzése jelentette.

Modellünkben egy dollár hosszú távú leértékelődését feltételeztük a román lejhez képest. Egy átlagos 2,4 USD/RON árfolyammal dolgoztunk.[23]

A kőolaj hordónkénti ára feltételezésünk szerint 2007-től növekvő tendenciát fog mutatni,[24] mely hatáshoz még hozzátevődik a Románia esetében éppen aktuális természetes gázpiac liberalizációjának következménye. Tudva azt, hogy a vállalat üzleti forgalmának 70%-a a kitermelésből származik, felhasználtuk a Pareto elvet, és az üzleti forgalmat úgy határoztuk meg, mint a kitermelt kőolaj mennyiségének és árának a függvénye. A nettó profitra alkalmaztuk a múltbeli adatok alapján megbecsült nettó profit marzsot, és megkaptam a nettó profitot.

Figyelembe véve a Petrom azon hosszú távú törekvését, hogy kapacitás-kihasználása minimum 95% legyen, véleményünk szerint jogosan feltételezzük azt, hogy az amortizáció és a nettó forgótőke is a nettó profitmarzsnak megfelelő ütemben fog változni.

A működési cash flow kiszámításához felhasználtuk az alábbi összefüggést:

Működési cash flow = Nettó profit + Amortizáció – Nettó Forgótőke.

A működési cash flow-ból levonva a tervezett beruházásokat, megkaptuk a vállalat rendelkezésére álló szabad cash flow-t.

A tőkeköltség kiszámítása

A tőkeköltség kiszámításához a következő összefüggést használtuk:[25]

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_d \frac{D}{V} .$$

A saját tőke elvárt hozamának kiszámításához a CAPM modell által nyújtott összefüggést használtuk fel:[26]

$$r_e = r_f + \beta\,(r_m - r_f).$$

A Petrom részvényének bétáját a részvényhozam és a BET – C hozam közötti korrelációval határoztuk meg. Mivel tudjuk, hogy β = COV (m,i) / VAR (m), kapjuk, hogy $\beta = 77{,}90 / 55{,}91 = 1.39$. A kockázatmentes kamatláb a 2007. május 3-án kibocsátott 5 éves lejáratú államkötvény éves hozama (r_f =7,2%).

[23] Lásd Forex, www.forex.com.

[24] www.tozsdeforum.hu.

[25] Brealey–Myers: *Modern Vállalati Pénzügyek.* Panem, Budapest, 2005. 240.

[26] Bodie – Kane – Marcus: *Befektetések.* Aula Kiadó, Budapest, 2005. 450.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 22

Az elmélet szerint a piaci hozamot az ország tőzsdeindexének átlagos hozamaként kell értelmezni, de mivel a BET – C index esetén mi ezt igen magasnak véltük (24,9%), ezért felhasználtuk Aswath Damodaran értékelését,[27] mely szerint a romániai piacon egy 11,85%-os átlagos hozam várható. Jelenleg a Petrom tőkestruktúráját az alábbi összefüggés jellemzi: 70% Equity, 30% Debt. Véleményünk szerint hosszú távon a Petrom is egy 50–50%-os, a kőolajtársaságokra jellemző arányt fog elsajátítani. A Vanguard Research romániai piaci elemzése szerint[28] a Petrom 2,5%-os idegentőke-költséggel dolgozik.

A maradványérték kiszámítása

A maradványérték kiszámításánál a Gordon–Shapiro-módszert használtuk, hiszen azt feltételeztük, hogy 2010-re a Petrom hosszú távon folyamatosan működő vállalat lesz, és addigra konszolidálja piaci pozícióját is. Így azt is feltételeztük, hogy egy piaci hozamhoz hasonló ROE értéket fog elérni (10%), és osztalékfizetési aránya 80%-os lesz (jele „b"), hiszen 2010-re feltevésünk szerint a vállalat már minden szükséges beruházást elvégez. Így kapjuk az átlagos hosszú távú növekedési ütemet: $g = ROE\ (1 - b) = 11{,}8\% * 20\% = 2{,}5$.

Tehát az explicit előrejelzési perióduson túli pénzáram a következőképpen alakul:

$$\text{Maradványérték} = \frac{3000}{(1 + 0{,}08)^5 * (0{,}08 - 0{,}025)} = 39906{,}2\ .$$

A diszkontált cash flow és a vállalat értékének kiszámítása

Az a) pontban kiszámolt szabad cash flowt a b) pontban kiszámolt tőkeköltséggel diszkontálva és a c) pontbeli maradványértéket hozzáadva kaptuk a Petrom Rt. belső értékét.

2. táblázat. A diszkontált cash flow és a vállalat értékének kiszámítása

millió RON	2007	2008	2009	2010
Szabad cash flow	-442,63	1860,50	3060,60	3770,80
WACC (r%)	9,68	9,13	8,57	8,02
Diszkont faktor	0,91	0,92	0,92	0,93
DCF	-403,57	1704,92	2818,92	3490,79
∑DCF	7611,05			
Maradványérték	39906,25			
Vállalat értéke	47517,30			

Forrás: saját elemzés

[27] http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.

[28] Vanguard Research elemzése, www.vanguard.ro.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 23

Érzékenységi vizsgálat

Az érzékenységi vizsgálat elvégzésekor a következő változókkal számoltunk: a „g" hosszú távú növekedési ráta 1,5 és 3,5 közötti mozgás, valamint tőkeköltség 6 és 11% közötti ingadozása. A vizsgálat során arra a következtetésre jutottunk, hogy a Petrom Rt. értéke a (37 000–64 000) millió RON intervallumban helyezkedik el.

Következtetések

Több sikertelen privatizációs kísérlet után a Petrom Rt. többségi részvénycsomagját 2004 végén az osztrák OMV csoport vette át. Az 51%-os részvénycsomagért az osztrákok összesen 1,5 milliárd euró kifizetést és beruházást eszközöltek. Akkoriban a Fitch Ratings a vállalatot BB, majd B kategóriába sorolta.[29] Egyes elemzők szerint a vállalat már akkor 3,[30] mások szerint 7 milliárd eurót[31] ért.

2006-ban a vállalat által elért profit 660 millió euró volt, tehát elmondhatjuk, hogy egy kedvező piaci konjunktúra esetén az OMV képes volt befektetését egyetlen év alatt megtéríteni. Egyes elemzők ezt a privatizáció kudarcaként tekintik, de véleményem szerint a Petrom régi vezetősége és tulajdonosi struktúrája sohasem érhetett volna el ilyen eredményeket. Másrészt pedig a privatizáció létrejötte szükséges volt az EU-hoz való csatlakozás szempontjából is.

A Petrom tőzsdei értéke 2006. december 19-én, a tőzsde 2006. évi utolsó tranzakciós napján, 32 milliárd RON volt, megközelítőleg 1 milliárd euró.[32] Ha megvalósul az előrevetített növekedés, valamint a Petrom stratégiájának sikeres folytatása, elemzésünk szerint a vállalat jelenlegi értéke megközelítőleg 47 milliárd RON, 14 milliárd euró.[33]

Ezen adatokból arra következtettünk, hogy a piac még nem bízik teljes mértékben a vállalat stratégiájának megvalósulásában, vagyis a vállalat várakozásai nem épültek be teljesen a piaci árfolyamba, így különbség észlelhető a részvények ára és értéke között. Ennek egyenes következménye, hogy a Petrom Rt. esetén közép távon egy átlagosnál magasabb hozamra számíthatunk, hiszen hosszú távon a részvényárfolyam igazodni fog a belső értékhez. Következésképen, figyelembe véve a piaci lehetőségeket, a vállalat alulértékelt a piacon, és hosszú távon árfolyam-növekedésre számíthatunk.

[29] www.fitchratings.ro.

[30] Nepriceperea autorităților de la București în administrare, pusă în evidență de rezultatele Petrom. *Curentul*, 2007. március 17., www.curentul.ro.

[31] http://ziare.9am.ro/informatii/curentul/23/pagina-1.html.

[32] Egy 3,45 RON/EUR átlagos árfolyammal számolva.

[33] Ugyancsak egy 3,45 RON/EUR árfolyammal számolva.

joforum73 2008. 02. 27. 23:10 Page 24

Irodalomjegyzék

Alfred Rappaport 2002. *A tulajdonosi érték.* Budapest, Alinea.

Black–Wright–Bachman–Davies 1999. *Shareholder Value, értékközpontú vállalatirányítás.* Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó

Bodie–Kane–Marcus 2005. *Befektetések.* Budapest, Aula Kiadó

Brealey–Myers 2005. *Modern Vállalati Pénzügyek.* Budapest, Panem

Copeland–Coller–Murrin 1999. *Vállalatértékelés.* Budapest, Panem

Ulbert József 1994. *A vállalat értéke.* Pécsi Tudományegyetem

AVAS 2006. Contract privatizare Petrom

Nepriceperea autorităților de la București în administrare, pusă în evidență de rezultatele Petrom. *Curentul*, 2007. március 17., www.curentul.ro

Petrom, Raport Anual (2002-2006), www.petrom.ro

Petrom dă dividende cât în 7 ani. *Evenimentul Zilei*, 2006. március, www.evz.ro

Piața de retail a carburanților. InterBiy Group, www.interbiz.ro

Romanian Power Sector Overview. Central Europe Trust Company, www.doingbusiness.ro

Romanian Oil&Gas Sector Overview. Raiffeisen Capital & Investment, www.doingbusiness.ro

SNP Petrom. *Vanguard Research*, 2007. március, www.vanguard.ro

Strategia Petrom până în 2010, www.petrom.ro

BNR, Raport Anual 2006, www.bnro.ro

Capital, 2004-2007, www.capital.ro

România Liberă, 2004-2005

Ziarul Financiar, 2004-2007, www.zf.ro

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.curentul.ro

www.kmarket.ro

www.petrom.ro

www.transindex.ro

www.fitchrating.ro